Offen-Markt-Politik und Kreditmarkt

Wissenschaftliche Abhandlung
zur Erlangung der Doktorwürde
an der
Staatswirtschaftlichen Fakultät
der Ludwig-Maximilians-Universität München

vorgelegt von

Joseph Heidinger
Diplom-Volkswirt.

1939

Pilger-Druckerei G. m. b. H., Speyer a. Rh.

Referent: Geh.-Rat Prof. Adolf W e b e r.

*

Tag der mündlichen Prüfung: 20. Februar 1937.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Inhaltsverzeichnis.

Einleitung:

1. Die Offen-Markt-Politik als wirtschaftspolitische Methode 5
2. Geschichtlicher Überblick — England — U. S. A. — Deutschland 8

I. Kapitel:

Ursachen der Offen-Markt-Politik 24
1. Mängel und Störungen im Wirtschaftssystem und in den bisherigen Methoden 24
2. Finanzbedarf des Staates 28

II. Kapitel:

Offen-Markt-Politik und die Regulierung des Zahlungsmittelumlaufs 29
1. Die Quantitätstheorie 29
2. Die verschiedenen Methoden der Regelung des Zahlungsmittelumlaufs 30
3. Geldpolitik und Offen-Markt-Politik 31

III. Kapitel:

Offen-Markt-Politik und Kreditmarkt 37
Einleitung: Marktordnung 37
I. Abschnitt: Offen-Markt-Politik und Geldmarkt . . . 38
1. Verkauf von Wertpapieren durch den Markt . . . 38
2. Verkauf von Wertpapieren d. die Zentralnotenbank 40
3. Einfluß der An- und Verkäufe auf einzelne Geschäftszweige 41
4. Zins und Kredit 45
II. Abschnitt: Offen-Markt-Politik und Kapitalmarkt . . . 46
1. Kursbildung und Rendite der O.M.-Werte . . . 46
2. Besondere Wirkungen der Ankaufspolitik der Zentralnotenbank 48
3. Besondere Wirkungen der Verkaufspolitik der Zentralnotenbank 54
4. Konversions- und Emissionspolitik 55
III. Abschnitt: Grenzen der Offen-Markt-Politik 58
A. Allgemeines und Grenzen auf Grund gesetzlicher Bestimmungen 58
B. Wie kann d. gesetzliche Rahmen ausgefüllt werden? 60

1. Mit Rücksicht auf die Lage und die Aufgaben der Zentralnotenbank 60
(Notenumlauf, Liquidität, Rentabilität, Risikofrage)

2. Mit Rücksicht auf die besonderen Aufgaben und die Struktur des Banksystems 63
(Regulierung der Depositen und Ausleihungen; die Liquidität der Banken)

3. Konjunkturpolitik und Offen-Markt-Politik . . 68

I. Marktordnung und Marktbeherrschung als konjunkturpolitische Faktoren 68

II. a. Wodurch lösen sie Bewegungsvorgänge aus und welche konjunkturtheoretischen Voraussetzungen vermögen sie zu erfüllen mit Hilfe der Offen-Markt-Politik? 69

b. Offen-Markt-Politik und aktive Konjunkturpolitik 74

Abkürzungen im Text:

O.M.P. = Offen-Markt-Politik
Znb. = Zentralnotenbank

Die Volkswirtschaftslehre befaßt sich mit der Erklärung von Zusammenhängen im Wirtschaftsleben. Sie deckt Beziehungen innerhalb der wirtschaftlichen Vorgänge auf und zeigt die Voraussetzungen, die es ermöglichen, methodisch in den Ablauf der wirtschaftlichen Geschehnisse einzugreifen. Je umfassender die Kenntnis aller Zusammenhänge ist, desto mehr gelingt es, die gegebenen Daten zu werten und gegeneinander abzuwägen, damit das Handeln keine Störungen im Wirtschaftsablauf hervorruft. Soweit sich Störungen beim Einsatz wirtschaftlicher Mittel als Folge des Strebens einzelner oder von Gemeinschaften nach dem größten Nutzen — notwendig ergeben, besteht ein Mangel im Wirtschaftssystem. Eine Beseitigung derartiger Mängel ist Aufgabe der wirtschaftspolitischen Führung innerhalb einer politischen Gemeinschaft oder einer sonstigen Vereinbarung zwischen machtmäßigen Willensträgern. Eine solche Regelung erstreckt sich immer nur auf einen bestimmten Einzelfall oder eine Mehrheit von solchen, ohne Anspruch auf Allgemeingültigkeit zu erheben. Wird dieser Anspruch erhoben, dann zielt das Eingreifen auf eine Veränderung des Wirtschaftssystems ab. Wenn man von dieser Möglichkeit absieht, besteht der Sinn des wirtschaftspolitischen Handelns in dem Wollen nach ordnenden Prinzipien, welche die Schwäche einer Wirtschaftsordnung überwinden sollen, die nur auf die Entscheidungen einzelner Wirtschafter mit gegensätzlichen Interessen aufgebaut ist. Der Wille zu ordnen entspringt also vollständig einwandfreien Voraussetzungen, er darf nur den tatsächlich erreichbaren Zielen nicht entgegenstehen. Er setzt somit voraus, daß die Erkenntnisse der allgemeinen Theorie und nicht die wertgebundene Vorstellung über einen möglichen Umbau der Gesellschaftsordnung zum Ausgangspunkt gemacht werden. Ist dieser allgemeinen Forderung Genüge geleistet, dann ist der Ausbau einer neuen Methode der Wirtschaftslenkung nicht im Widerspruch zu den grundsätzlichen Erkenntnissen der Wirtschaftstheorie, sondern gliedert sich dieser ein. Wie dies möglich ist, zeigt z. B. die Ergänzung der Theorie der Preisbildung durch eine Theorie der Ordnungstaxen[1]). Nicht die Methoden sind es, von denen die allgemeine Theorie ausgeht, denn die Methoden sind nur Hilfsmittel und als solche ihrem Inhalt nach wandelbar und zu ersetzen. Aber ordnende Prinzipien und besondere Methoden zum Ausgleich von Gegensätzen benötigt jedes Wirtschaftssystem, auch eine freie Wirt-

[1]) Vgl. Ludwig Mises. Art. Preistaxen im Hdwb. d. St.w.[4] S. 1055.

schaft, in der die Selbstregulierung herrscht, solange, als 1. das Handeln der Menschen durch Gesetze eingeengt wird und solange, als 2. diese Gesetze Änderungen unterworfen sind und 3. solange, als infolge ständiger Änderungen der Entwicklung und Organisation des Soziallebens durch die verschiedenen Formen der Arbeitsteilung auch die Voraussetzungen, auf denen die Methoden der Wirtschaftspolitik aufgebaut sind, sich noch ändern. Werden dann neue Methoden zur Bekämpfung von Störungen eingeführt, dann ist zu prüfen, welche Möglichkeiten und Grenzen damit verbunden sind. Ausgangspunkt der Betrachtung ist in jedem Falle die auf der freien Verfügbarkeit des einzelnen über die Produktionsmittel aufgebaute Wirtschaftsverfassung.

Die folgende Arbeit befaßt sich nun mit einer solchen Methode des wirtschaftlichen Handelns im Rahmen der Marktwirtschaft: nämlich mit der Offen-Markt-Politik der Zentralnotenbanken. Kennzeichen dieser Methode ist das Bestreben der Zentralnotenbanken, durch Interventionen einzuwirken auf den offenen, d. h. freien Markt über Kapitaldisposition. Zu einer Methode werden solche Eingriffe jedoch erst mit der Durchbildung einer Reihe gedanklicher Prinzipien, nach denen die Eingriffe am besten erfolgen können und mit der systematischen Anwendung dieser Prinzipien auf eine Reihe von Einzelfällen m. a. W.: Zu dauernder Unterstützung der Wirtschaftspolitik eignet sich die Entfaltung einer regulierenden Initiative erst dann, wenn die Ziele derselben sich gedanklich in das gegebene Wirtschaftssystem einfügen lassen. Auch die Offen-Markt-Politik (O.M.P.) ist in diesem Sinne eine Methode der Wirtschaftspolitik. In der folgenden Darstellung soll nun versucht werden klarzustellen, inwieweit durch die O.M.P. als Methode Zusammenhänge im Wirtschaftsleben verändert, neu geschaffen, oder zerstört werden können. Eingegangen wird also nur auf einzelne Voraussetzungen jener Theorien, denen diese Methode Deus ex machina ist, nicht jedoch auf diese Theorien selbst.

Unter O.M.P. wird dabei im folgenden immer verstanden eine Methode der Wirtschaftspolitik der Zentralnotenbanken oder der Notenbanken, die es sich zur Aufgabe macht, innerhalb einer politischen Gemeinschaft am offenen, d. h. freien Kreditmarkte durch Entfaltung einer eigenen wirtschaftlichen Initiative regulierend einzugreifen, indem an bestimmten Teilen des Marktes durch An- und Verkäufe von Wertpapieren des Staates und bestimmter Körperschaften über eine den Bedürfnissen entsprechende Anpassung des Zahlungsmittelumlaufs am Markte zusätzliche Impulse geweckt und Störungen beseitigt werden sollen.

Diese Definition der O.M.P. erfaßt also nicht alle Werte des Marktes. Sie beschränkt sich bewußt auf jene Wertpapiere, die

dem Verkehrsgebrauch entsprechend unter die O.M.P. fallen. Ihrem sachlichen Inhalt nach handelt es sich um festverzinsliche Werte, die mit den wirtschaftlichen Umsätzen keinen direkten Zusammenhang aufweisen, die infolgedessen nach den strengen Bestimmungen der meisten Notenbankgesetze kein Rückgriffsrecht auf die Zentralnotenbank geben. Die Ermächtigung zur O.M.P. bedeutet nun formell ein zweifaches:

1. die Notenbank wird durch sie befähigt am Markte als Kreditnehmer aufzutreten. Sie stößt zu diesem Zwecke Wertpapiere aus ihrem Portefeuille am Markte ab; und zwar tritt sie nicht nur dann als Kreditnehmer auf, wenn ihre eigene Lage es zuläßt, und eine zusätzliche Nachfrage als notwendig erscheint.

2. Die Notenbank wird durch sie zusätzlicher Kreditgeber und ist in der Lage innerhalb bestimmter Grenzen den Gesamtumfang der von ihr zur Verfügung gestellten Kreditmenge zu erweitern, ohne daß seitens des Marktes zunächst schon die Nachfrage steigt, indem sie am Markte bestimmte Wertpapiere ankauft. Die An- und Verkaufspolitik der Zentralnotenbank tritt also am Markte neben die Initiative des Marktes, die sich in Bedarfsschwankungen äußert, als zusätzliche und dem freien Markt gegenüber selbständige Initiative in Erscheinung. Zur eigenen O.M.P. werden die unter 1. und 2. genannten Vorgänge also erst, wenn die handelnde Zentralnotenbank systematisch an Hand bewährter Bankprinzipien von ihren Befugnissen Gebrauch macht, d. h. wenn sie nicht nur bei eigenem Bedarf in den Markt flieht, sondern auch freiwillig in den Markt geht und, wenn sie ebenso systematisch versucht, nicht nur aus dem Markt zu gehen, sondern auch dessen Nachfrage bei ihr einschränkt.

Eine bessere Vorstellung von dem Begriff O.M.P. erhält man, wenn man die geschichtliche Entwicklung und die gesetzlichen Bestimmungen prüft, auf denen sie aufbaut. Nur beide zusammen vermögen die Bedeutung zu kennzeichnen, die sie tatsächlich innerhalb eines Staatswesens erlangen kann. Die Darstellung der gesetzlichen Bestimmungen hat übrigens nur den Zweck, aufzuzeigen, mit welchen Wirkungsmöglichkeiten der Gesetzgeber diese neue Methode der Wirtschaftslenkung ausstatten wollte. Ihren Namen hat die O.M.P. in USA. erhalten. Daneben werden auch heute noch, den verschiedenen Zielen und Formen der O.M.P. entsprechend verschiedene Bezeichnungen benützt. Nachdem zeitlich gesehen die O.M.P. der Bank von England als sog. Politik der hidden hand am weitesten zurückliegt, sei zunächst auf deren Grundlagen hingewiesen.

England.

Die im Jahre 1694 gegründete Bank von England kann bezüglich der O.M.P. bereits auf eine lange Tradition zurückblicken, wenn auch Umfang und Einsatz dieser Methode in früheren Jahren im Rahmen der gesamten Bankpolitik nicht von besonderer Bedeutung war. Schon in den ersten Jahren ihres Bestehens galt ihr besonderes Interesse der Stützung der Regierungsobligationen und im weiteren Verlauf entwickelte sich die Bank von England immer mehr zum Bankier der Regierung[2]). Sie übernahm die Verwaltung der Staatsschuld, der Staatskassen, der öffentlichen Gelder, unterstützte die Wertpapieremissionen der Regierung, gab dem Staate kurzfristige Mittel und half mit solche Schulden zu konsolidieren; kurzum, die Bank von England tätigte fast alle Geschäfte, die unsere heutigen Notenbanken nicht ohne aktive Inanspruchnahme des gesamten freien Marktes durchzuführen können glauben. Auch damals schon ist die Bank von England verschiedentlich an den offenen Markt herangetreten[3]).

Gesetzliche Grundlage der gesamten Bankmethoden für die Notenbank ist von 1844 ab bis in die Gegenwart die Peel'sche Bank Akte geblieben, mit derem Inkrafttreten besonders die gesetzliche Regelung der Notenausgabe verbunden ist. Die Beziehung zwischen Notenausgaberecht und O.M.P. gehört nun für die heutige Vorstellung zum Wesen der O.M.P. einer Zentralnotenbank, da alle anderen Geschäfte einer Notenbank am offenen Markte nur eben als gewöhnliche Bankgeschäfte anzusehen sind. Die Bank von England ist nun, um einen Mißbrauch des Notenausgaberechts zu verhindern, in zwei Abteilungen aufgeteilt: In die Notenausgabeabteilung (Issue Department) und in die Bankabteilung (Banking Department)[4]). Der Peels Akte liegt dabei das Prinzip der Currency-Theorie zugrunde, daß der Banknotenumlauf, der über einen als normal anzusehenden Betrag hinausgeht, ganz durch Gold gedeckt sein muß, wenn eine Überemission vermieden werden soll. Demgemäß bestimmte dieses Gesetz einen Grundbetrag von zunächst 14 000 000 £, für welchen Staatsschuldverschreibungen als Deckung dienten. Daneben sollte jede ausgegebene Note der Bank von England in voller Höhe durch Gold, bzw. zum Teil in Silber gedeckt sein. Die von Issue Department verwalteten, jetzt allerdings stark erhöhten Staatsanleihen und der Edelmetallbestand bestimmen auch nach dem Abgehen vom Goldstandard im Jahre 1932 noch formell den Umfang der jeweilig zu-

[2]) Eugen von Philippowich, Die Bank von England im Dienste der Finanzverwaltung des Staates, Leipzig u. Wien. 1911.
[3]) A. R. Braden, Die offene Markt-Politik. Freiburger Diss. 1935.
[4]) Dierschke/Müller. Die Notenbanken der Welt. Berlin 1926. Bd. I. S. 119.

lässigen Notenmenge, die durch das Banking Department ihren Weg zum Markt findet. Die seit 1914 daneben im Umlauf befindlichen ungedeckten Currency-Noten[5]) wurden 1928 durch die Currency and Banknotes Act zu einem Bestandteil des Banknotenumlaufs und zunächst auf 250, später auf 275 Mill. £ festgelegt; jedoch kann dieser Betrag bei Bedarf jederzeit erhöht werden[6]). Wieviel Noten tatsächlich in den Verkehr gelangen, bestimmt aber erst die Bankabteilung, für die gesetzliche Bindungen über die Anlage ihrer Mittel nicht bestehen. Die Reserven der Bankabteilung ermöglichen es den Notenumlauf weitgehend an die Nachfrage im Inneren anzupassen, ebenso wie der Einsatz der Mittel des Währungsausgleichsfonds seit dem Abgehen vom Goldstandard gegenüber den Ansprüchen des Auslandes zur Sicherung der Währung dient. Die O.M.P. der Bank von England ist deshalb in ihrem wesentlichen Teil durch die Reserven bestimmt. Wie die vorhandenen Mittel eingesetzt werden, regelt sich nach Lage des einzelnen Falls an Hand der zur Verfügung stehenden Mittel, wobei auch die benützten Methoden den besonderen Bedürfnissen angepaßt werden. Wenn bei den Methoden der Notenbankpolitik neben die Diskontpolitik schon sehr früh die O.M.P. tritt, so deshalb, weil das Banking Departement fast dieselbe Handlungsfreiheit besitzt, wie eine gewöhnliche Bank. Die besonderen Aufgaben der Bank von England als Bankier der Regierung zwangen sie außerdem schon sehr früh zu Gunsten des Staates Interventionskäufe und -verkäufe von Staatspapieren vorzunehmen und aus diesem Zwang entwickelte sich allmählich eine Methode der Geld- und Kapitalmarktbeeinflussung.

Eine weitere Ursache des immer häufigeren Einsatzes der O.M.P. war, daß seit dem Kriege die Diskontpolitik einen Teil ihrer Beweglichkeit und ihres Einflusses auf den Markt verloren hatte, infolge der geschwächten Goldbasis, der Umstellung der Zahlungsgewohnheiten und der Finanzierung und insbesondere infolge der starken Belastung der Bank von England mit der Finanzierung des Staatsbedarfs. Die O. M.P. sollte nun einen Teil der dadurch entstandenen zusätzlichen Belastung ausgleichen, indem sie dem geschwächten Markt der Staatspapiere durch geschickte An- und Verkäufe seitens des Banking Departements eine dauernde moralische und auch tatsächliche Hilfe zukommen ließ. Der Ausweis des Banking Departements zeigt den jeweiligen Bestand der für solche Operationen im Portefeuille befindlichen Werte an, ohne allerdings über die gesamten Bewegungen im Bestand Aufschluß zu geben.

[5]) Vgl. Herbert Block, Bank of England. Im Handwörterbuch des Bankwesens. (Her. von Quittner-Palyi Berlin 1933) S. 58.

[6]) Am 15. Dez. 36 ist der Betrag der ungedeckten Noten um 60 Mill. £ auf 200 Mill. £ ermäßigt worden.

Soweit die O.M.P. als eine systematisch angewandte Methode eingesetzt wurde, geschah dies vor dem Kriege, um einen gleichmäßigen Bestand an werbenden Anlagen aufrecht zu erhalten, und um die Diskontpolitik zu unterstützen, jedoch auch, um den Wechselkurs im günstigen Sinne zu beeinflussen. Dazu wurden in Zeiten angespannter Geldlage vom Banking Department Schatzanweisungen am offenen Markt angekauft, um den Geldmarkt zu entlasten, so z. B. an Steuerzahlungsterminen und zu Ultimo. Abgestoßen wurden diese Werte erst dann wieder in Zeiten starker Geldflüssigkeit. Der Verkauf der Wertpapiere erfolgte fast immer unter Berücksichtigung der möglichen Wirkungen einer solchen Aktion auf Zahlungsmittelumlauf und Kreditbedarf. Ohne auf einzelne Vorgänge dieser Politik der „hidden hand" einzugehen, kann doch festgestellt werden, daß sie zunächst fast dieselben Erfolge zeitigte, wie wenn die Diskontpolitik an ihrer Stelle benützt worden wäre, weil es sich bei den Wertpapieren fast durchwegs um Schatzanweisungen mit beschränkter Laufzeit handelte, deren Einlösungstermin meist kurz bevorstand. Die Papiere konnten daher ohne Bedenken im Portefeuille behalten werden, ohne die Liquidität zu beeinträchtigen. Erst die seit Kriegsbeginn betriebene O.M.P. hat sowohl nach Umfang, als auch nach der Intensität der einzelnen Aktionen mit Werten längerer Laufzeit stark zugenommen. Während des Krieges waren es nur umfangreichere Einzelaktionen, die zu einer Erhöhung der bei der Bank von England liegenden Staatsschuldverschreibungen führten und den Markt verflüssigen sollten[7]). Nach dem Kriege wurde dieses Mittel dann ganz systematisch zur Marktverflüssigung und Marktverengung benützt. Der organische Ausgleich der nationalen Kreditbedürfnisse mit den Bewegungen an den internationalen Kreditmärkten funktionierte nicht mehr, er führte zu ständigen Störungen, die im Interesse einer gleichmäßigen Entwicklung der eigenen Wirtschaft ferngehalten werden mußten. Balogh[8]) freilich wirft der Marktpolitik der Bank von England vor, daß sie es möglich gemacht habe, eine Geldpolitik zu betreiben, die der veränderten wirtschaftlichen Lage nicht mehr entsprochen habe. Ihre Schuld sei es mit gewesen, wenn der Automatismus des Goldes ausgeschaltet worden sei. Nach seiner Meinung hat diese Marktpolitik — eine künstliche Beeinflussung des Marktes — schon vor dem Kriege zu katastrophalen Erfahrungen mit Rücksicht auf die Staatsfinanzen geführt. Demgegenüber ist doch festzustellen, daß mit Hilfe der O.M.P. gerade nach

[7]) Vgl. Report of the Committee on Finance and Industry. (Macmillan Report). London 1931.

[8]) Handw.Buch des Bankwesens (Her. v. Palyi u. Quittner) Berlin 1933. Art. England, Geld- und Kapitalmarkt S. 182

Aufgabe des Goldstandards eine Reihe von Erfolgen bei der großen Konversion, bei der allgemeinen Politik des billigen Geldes und der des Konjunkturausgleichs zu ihrem wesentlichen Teil ohne Unterstützung durch die O.M.P. nicht möglich gewesen wäre. Es kann aus derartigen Geschehnissen nicht schon geschlossen werden auf Mängel in der Methode, dies kann nur die theoretische Untersuchung lehren. Jedenfalls hat die O.M.P. gerade bei englischen Nationalökonomen in einer Reihe von Hinweisen theoretisch bisher noch die eingehendste Würdigung erfahren[9]). Man war und ist sich dort klar, daß die Änderungen in der Wirtschaftsverfassung, Änderungen in der Organisation der Märkte und insbesondere die politischen Störungen oft das richtige Funktionieren der übrigen Methoden der Geld- und Kreditversorgung in Frage stellen.

Da in England, infolge der anders gelagerten Bankstruktur und der Tradition folgend, die großen Aktienbanken keine Wechsel bei der Bank von England rediskontieren, bestand schon lange das Bedürfnis, den Einfluß der Bank von England auch stärker in dieser Richtung zum Ausdruck zu bringen. Bisher wirkte in England eine kleine Änderung des Banksatzes infolge des großen psychologischen Einflusses und durch die Kraft der traditionellen Verpflichtungen einer moral suasion. Seitdem die O.M.P. und die Diskontpolitik gemeinsam gehandhabt werden, ist auch der materielle Einfluß auf die Kreditmarktparteien in dieser Richtung verstärkt worden. Das hat folgenden Grund: Bei der Verknappung des Geldmarktes geben die Aktienbanken bekanntlich weniger Gelder an die Bill-Broker ab, sodaß diese gezwungen sind, Wechsel an die Bank von England zum Rediskont zu geben. Der Diskontsatz (Banksatz) wirkt also tatsächlich nur dann, wenn die Bill-Broker gezwungen sind auf die Bank von England zurückzugreifen[10]). Dann allerdings wirkt er besonders restriktiv, weil er auch ohne besondere Erhöhung gewöhnlich über dem Marktsatz liegt. Die Bank von England kann also mittels der Diskontschraube nur indirekt auf die Aktienbanken einwirken. Erst seitdem durch die systematische Anwendung der O.M.P. infolge von Wertpapier-An- und Verkäufen der Notenumlauf elastisch gehalten wird, ist dieser Einfluß auf die Banken mittelbarer geworden und Diskont- und O.M.P. ergänzen sich bei der Geldmarktbeeinflussung zu einer zangenartigen Umklammerung. Dies gilt besonders dann, wenn durch die Znb. Wertpapiere abgestoßen werden; dann verringert sich durch die Ankäufe der Banken oder ihrer Kunden der Betrag an umlaufenden Noten und Guthaben bei der Bank von England

[9]) So bei Keynes, McKenna, Hawtrey, Robertson und anderen.

[10]) R. G. Hawtrey: Art. Banking Commercial. Modern Banking. United Kingdom: in E. o. S. S. Vol. 2 Page 431

um den vollen Betrag der abgestoßenen Werte. In dem Maße in dem diese Primärliquidität zurückgeht, schrumpft auch die Scheckgeldschöpfung der Banken ein. Der Geldmarkt versteift sich, die Ausleihungen der Banken an den Markt, also an die Bill-Broker, gehen stark zurück und die Bill-Broker vermehren ihre Rediskonte und geben gleichzeitig nur mehr Mittel zu erschwerten Bedingungen an die Wirtschaft. Die weitere Kreditgewährung erfolgt deshalb zu den von der Bank von England gewünschten Bedingungen. Das Ziel, die Bank- und Notenbankpolitik ohne besondere gesetzliche Bindungen in eine Harmonie zu bringen, wird in England mit dieser Methode schon weitgehend erreicht.

Der Aufgabenbereich der Bank von England hat sich in den letzten Jahren noch ganz beträchtlich erweitert durch die Zusammenarbeit von O.M.P. und Währungsausgleichsfonds. Ein nicht unbeträchtlicher Teil der Wertpapieran- und verkäufe der Bank von England erfolgt nunmehr zugunsten und zu Lasten dieses Fonds und gibt die Möglichkeit die Wechselkursbildung stets elastisch und trotzdem stabil zu erhalten. Damit ist schließlich noch ein weiterer Grund angedeutet für die Anwendung der O.M.P. in England.

Konnte zunächst nach dem Krieg die Goldwährung nur notdürftig nach ihrer Wiedereinführung aufrecht erhalten werden, mit Unterstützung des gesamten Banksystems, so wurde mit dem Übergang zu einer manipulierten Währung darüber hinaus noch eine besondere Kontrolle dieses Banksystems notwendig. Die manipulierte Kreditpolitik war nur mehr die Folge der manipulierten Währung und solange die Finanzlage und die besonderen Aufgaben der staatlichen Wirtschaftspolitik eine Rangordnung der freien Mittel zugunsten einer bestimmten Nachfrage erfordern, solange wird man auch in England mit einer Marktordnung rechnen müssen, die der Initiative der vom Staat unterstützten Zentralnotenbank unterstellt ist.

Dieser kurze Rückblick auf die englische Notenbankgeschichte hat schon offenbar werden lassen, wie sehr die einzelnen Bankmethoden in England durch die historische Entwicklung und durch die besondere Organisation des Bankwesens nur auf englische Verhältnisse zugeschnitten sind. Wenn die O.M.P. in England mit Erfolg gebraucht wird, so liegt das sicher nicht allein an der Methode als solcher, sondern vielmehr an den besonderen Voraussetzungen, unter denen diese Methode wirkt. Im folgenden wird nun ganz kurz auf die amerikanische Notenbankgeschichte zurückgegriffen, um das Wirken der O.M.P. im Rahmen des dortigen Banksystems festzustellen.

Vereinigte Staaten.

In keinem anderen Lande hat die O.M.P. bisher solche Bedeutung erlangt, wie in U.S.A. Wenngleich Operationen am offenen Markt in U.S.A. zuerst nach dem Kriege durchgeführt wurden, so beweist doch die ganze geschichtliche Entwicklung, wie stark die Umlaufsmittelregulierung und Anleihepolitik des Staates Hand in Hand gehen.

Die erste, auf Grund eines Bundesgesetzes errichtete Notenbank der U.S.A., die First Bank of the United Staates, wurde im Jahre 1791 gegründet, mußte jedoch schon 1811 liquidieren, sodaß wiederum nur Staatenbanken allein das Recht zur Notenausgabe ausüben konnten. Bei diesen war aber vielfach weder eine Begrenzung der Höhe der auszugebenden Noten, noch eine bestimmte Art der Notendeckung vorgesehen. Auch nachdem 1816 die Second Bank of the United Staates gegründet wurde, behielten die Staatenbanken ihr Notenausgaberecht bei. Politische Gegensätze führten jedoch 1841 zum Zusammenbruch dieser zweiten Zentralnotenbank, nachdem sie schon 1836 aufgehört hatte eigentliche Zentralnotenbank zu sein. Bei den einzelnen Staatsnotenbanken bildeten sich nun allmählich Prinzipien heraus, die einen geregelten Notenumlauf sicherstellen sollten. Für den Staat New York z. B. bestimmte ein Gesetz vom 29. April 1829, daß das Notenkapital nur in öffentlichen Anleihen, Bonds und Hypotheken angelegt werden dürfe, während die Mittel zur Diskontierung von Wechseln durch Depositen aufgebracht werden mußten. Unzulänglichkeiten dieses Systems sollten durch das 1838 erlassene Freibankgesetz beseitigt werden. Seitdem konnte der Schatzamtssekretär an Einzelpersonen und Personenvereinigungen Noten ausgeben, sofern dafür Bundesanleihen oder Anleihen der Einzelstaaten in solcher Höhe hinterlegt wurden, daß dadurch eine 5%ige Verzinsung der erhaltenen Noten erreicht wurde. Diese gesetzliche Regelung war dann Vorbild für das Gesetz vom 25. Februar 1863 „betreffend die Einführung eines nationalen, durch Verpfändung von Bundesobligationen gesicherten Notenumlaufsmittels, dessen Zirkulation und Einlösung“[11]).

Dieses Nationalbanksystem, das heute noch neben dem Federalreservesystem fortbesteht, verdankt also seine Entstehung zum wesentlichen Teil der Sorge des Bundes, seinen Anleihen einen breiten Markt zu schaffen. Die enge Verbindung zwischen Notenausgabe und Staatsanleihen, wurde fast unverändert aus dem Freibankgesetz übernommen: Gegen Hinterlegung von Anleihen der U.S.A. erhielt jede Nationalbank Noten in gleicher Höhe vom „Comp-

[11]) Vgl. Dierschke-Müller a. a. O. 2. Bd. S. 5.

troller of the Currency", welche dann durch die Nationalbanken ihren Weg an den Markt fanden. Seit 1874 mußten die Nationalbanken für die von ihnen ausgegebenen Noten außerdem noch einen 5%igen Bargeldfonds zur Sicherung einer sofortigen Einlösung unterhalten.

Mängel in der praktischen Erprobung des Nationalbanksystems brachten dann noch im Dezember 1913 eine Änderung und Ergänzung des Notenbankwesens durch den Federal Reserve Act „betreffend die Errichtung von Federal Reserve Banken, die Schaffung eines elastischen Notenumlaufs, die Aufbringung von Mitteln zur Diskontierung von Warenwechseln, eine wirksamere Überwachung des Bankwesens in den Vereinigten Staaten und ähnlichen Aufgaben". Durch dieses Gesetz sollte es möglich werden, die Barreserven des Banksystems zu konzentrieren; gleichzeitig sollte die Notenausgabe nicht mehr auf Staatsanleihen gestützt werden, sondern auf Wechselmaterial, um eine bessere, elastischere Kreditanpassung und Kontrolle durchführen zu können. Die von den Federal Reserve Banken ausgegebenen Noten mußten ursprünglich bis zum vollen umlaufenden Betrage (100%) durch diskontierte Wechsel und zu 40% durch Gold gedeckt sein; davon sind allerdings 5% beim Schatzamt zu hinterlegen. Seit der Novelle von 1917 ermäßigte sich die Wechseldeckung auf 60%. Die Federal Reserve Banken konnten daneben auch Noten auf Grund des Nationalbankgesetzes ausgeben, welche durch 2%ige Anleihen oder einjährige Goldbonds zu decken waren. Da die Federal Reserve Banken Depositen annehmen durften, für diese jedoch eine Deckung von 35% in Gold und 65% in Gold oder Handelswechsel oder Regierungssicherheiten vorgeschrieben war, waren sie in der Lage aus ihren Reservebeständen Wertpapiere zu Deckungszwecken zu übernehmen. Den Federal Reserve Banken wurde nun im Federal Reserve Akt in Sec. 14 ausdrücklich diese Erlaubnis erteilt.

Nach den Regeln und Vorschriften, wie sie vom Federal Reserve Board, — d. i. Spitzenorganisation der 12 Bundes-Reserve-Banken, — aufgestellt wurden, durften sie im In- und Ausland kaufen und verkaufen: „Bonds, notes of the United Staates, and bills, revenue bonds, and warrants with a maturity from date of purchase of not exceeding 6 months, issued in anticipation of the collection or in anticipation of the receipt of assured revenues, by any Staate, county, district, political, subdivision, or municipality in the continental United Staates, including irrigation, drainage and reclamation districts". Ebenso erstreckt sich die Erlaubnis auf Akzepte der Federal Intermediate Credit Banks und der National Agricultural Credit Corporations, sofern der Federal Reserve Board bestimmt, daß es das öffentliche Interesse erfordert. Da nun seit

dem Inkrafttreten des Federal Reserve Act die Notenausgabe nicht mehr allein auf Staatspapieren fußte, konnten die Federal Reserve Banken im Rahmen der gesetzlichen Befugnisse dann O.M.P. treiben, wenn ihre eigenen Mittel und die Depositen den Ankauf gestatteten, bezw. den Verkauf erforderten. Eine Ausnahme bestand nur soweit sie von der ihnen durch das National-Bank-Gesetz zustehenden Befugnis Gebrauch machten, durch Hinterlegung von Wertpapieren des Staates Reserve-Banknoten auszugeben. Wie in England, so entstand auch in U.S.A. die O.M.P. nicht durch Gesetzesakt, sondern erwuchs aus den Notwendigkeiten der jeweiligen Sachlage.

So machte es zunächst die mangelnde Verbreitung des gezogenen Wechsels notwendig, an dessen Stelle Solawechsel zu diskontieren, für deren zusätzliche Sicherung Staatsanleihen und — während des Krieges — Kriegsanleihen, beigegeben werden mußten. Dies führte zu einer vollständigen Überfüllung der Reservebanken mit solchen Werten; ermöglichte jedoch eine Politik des billigen Geldes auch bei stärkster Beanspruchung des offenen Marktes durch staatliche Emissionen. Wurden mit diesen Ankäufen Mittel frei gemacht zur Liquiderhaltung des Marktes, so erwies es sich bald als nötig die Geldfülle am Markte auf ein gesundes Maß zurückzuführen. Durch die ständigen Goldzuflüsse nach dem Kriege besserte sich die Liquidität des Marktes und die einzelnen Mitgliedsbanken waren immer weniger darauf angewiesen bei den Reservebanken Wechsel zum Rediskont zu geben. Dadurch verloren diese fast völlig den Zusammenhang mit dem Markte. Außerdem verfügten die Reservebanken nunmehr über große Bestände an Mitteln, für die sie keine nutzbringende Anlage mehr hatten. Um die Rentabilität der einzelnen Banken zu sichern und um den Markt wieder in die Zentralnotenbank zu bringen, verkauften die Federal Reserve Banken größere Bestände an Government Securities, sodaß wenigstens eine gewisse Rentabilität des Depositenportefeuilles ermöglicht wurde. Sobald sich dann an den Märkten eine stärkere Anspannung zeigte, wurde die Verkaufspolitik dann jeweils abgelöst durch entsprechende Ankäufe. Es zeigte sich dabei, daß diese Methode der Interventionsan- und verkäufe den Gepflogenheiten der Banken, des Publikums und den Wünschen der Zentralnotenbankleitung zum Teil besser entsprach, als die Diskontpolitik. So war und ist es z. B. in U.S.A. nicht in demselben Umfang üblich, wie etwa bei uns, die privaten Investitionen zunächst über den Geldmarkt zu finanzieren[12]). Spannungen und Überfülle am Geldmarkt waren vielmehr fast immer Ausdruck spekulativer Börsenoperationen. Diesen

[12]) K. Kock: A Study of Interest Rates. London 1929.

gegenüber war eine Änderung des Diskontsatzes wenig wirkungsvoll, da es sich nur um ganz kurzfristige Angebots- und Nachfrageschwankungen handelte, denen die Banken nicht unbedingt folgen mußten. Dagegen half eine direkte Marktbeeinflussung durch die Reservebanken. Als so die O.M.P. immer mehr als notenbankpolitisches Hilfsmittel erprobt wurde, verbesserte man gleichzeitig auch die formellen Voraussetzungen dieser neuen Waffe, indem man die Entscheidung über Umfang und Art der O.M.P. immer mehr nach einheitlichen Gesichtspunkten leitete. Unter wechselndem Namen, und mit ständig wachsender Aktionsbefugnis, nahm das nun seit 1933 Open Market Committee genannte Kollegium An- und Verkäufe für Rechnung der einzelnen Reservebanken vor. Besondere Bedeutung hatte die O.M.P. erlangt, als die ständigen Goldzuflüsse nach U.S.A. zu Übersteigerungen des gesamten Kreditwesens geführt hatten und man der wachsenden Geld- und Kreditflüssigkeit nicht mehr recht Einhalt gebieten konnte. Umfangreiche Verkäufe der früher gekauften Wertpapiere ermöglichten es den Reservebanken, fast ohne Diskontsteigerung die überhöhte Spekulative Preisentwicklung einzudämmen.

Die O.M.-Ankäufe haben in U.S.A. allerdings fast immer eine Gegenbewegung ausgelöst, welche wenigstens zunächst die durch die O.M.P. angestrebten Wirkungen hintanhielt. Werden nämlich Wertpapiere angekauft, dann strömen dadurch den Verkäufern flüssige Mittel zu. Die von diesen ev. benötigten Mittel des Geldmarktes werden dann nicht mehr nachgefragt. Ebenso verhält es sich, wenn die Zentralnotenbank ihre Wertpapiere von den Banken erwirbt; die Banken sind dann in der Lage ihre Rediskonte einzuschränken. Diese Gegenbewegung wird immer dann ausgelöst, wenn durch die O.M.-Käufe eine Nachfrage nach flüssigen Mitteln befriedigt wird; nicht jedoch dann, wenn der Markt seine Anlagen in Staatspapieren aus sonstigen Gründen abstößt, z. B. Unsicherheit, geänderte Ertragsaussichten usw. Ist eine absolute Steigerung der Kreditnachfrage festzustellen, dann haben die O.M.-Käufe des Open Market Committee auch keinen Rückgang der Rediskonte zur Folge. Dann entfällt auch für die Banken jenes Hemmnis, das manche von ihnen veranlaßte ihre Verschuldung bei den Federal Reserve Banken so gering wie möglich zu halten. Die Wirkung der O.M.-Käufe ist dann tatsächlich ein Vielfaches des Umfanges der Käufe, denn mit besseren Liquiditäts- und Reservebeständen konnten auch die einzelnen Banken ihre Kreditgewährung entsprechend erweitern. Es soll hier abgesehen werden von einer Beschreibung der einzelnen Operationen[13]). Ob die Gegenbewegung

[13]) Vergl. Braden a. a. O. Seite 46.

auftritt oder nicht, läßt sich jedoch nicht vorher bestimmen. Nur dann, wenn die Meinung und Absichten der Leiter sämtlicher Mitgliedsbanken und die der Reservebanken über die zukünftige Entwicklung am Markt übereinstimmen, oder gesetzliche Liquiditätsvorschriften entsprechender Art bestehen, läßt sich das „Principle of Inverse Relation", wie es in U.S.A. genannt wird, als Instrument benützen, um die Verschuldung der einzelnen Banken gegenüber der Zentralnotenbank zu regulieren. In U.S.A. hat es jedenfalls im entscheidenden Augenblick fast immer versagt.

Die ständigen Ankäufe der Reservebanken seit 1933 haben die Mitgliedsbanken ungemein stark verflüssigt. Sie konnten fast alle ihre Verbindlichkeiten gegenüber den Reservebanken abtragen. Trotzdem ist keine einheitliche Marktlage erreicht worden. Wohl haben die gutgeleiteten Bankinstitute sich fast völlig unabhängig von der Zenralnotenbank machen können, nicht aber die schwachen Institute. Bei ersteren haben die Käufe sog. Überschußreserven entstehen lassen, was bei entsprechender Nachfrage zu einer durch die Zentralnotenbank nicht mehr kontrollierbaren Kreditausweitung führen kann. Bei jenen blieb die Abhängigkeit von dem Kredit der Reservebanken und es blieb damit auch die Diskontpolitik wirksam. Bei den ersteren wurde die Initiative der Reservebanken eingesetzt und bewirkte eine Befreiung von der Initiative der Zentralnotenbank; bei den letzteren konnte sie nicht eingesetzt werden, da diese keine abstoßbaren Werte in ihrem Portefeuille besaßen. Die Folge war eine verstärkte Abhängigkeit von der Zentralnotenbank. Man hat in diesem Zusammenhang oft von einem Versagen der O.M.P. gesprochen, obwohl es nur ein Versagen einer der O.M.P. unterschobenen Theorie war.

Überhaupt hat die praktische Erprobung der O.M.P. in U.S.A. zu einer Reihe sich widersprechender Theorien geführt, welche die möglichen Wirkungen der O.M.P. zum Gegenstand haben. In den offiziellen Verlautbarungen des Federal Reserve Board waren insbesondere 1923 Grundsätze über die Anwendung der O.M.P. niedergelegt worden, die den Geld- und Konjunkturtheoretikern nicht ganz zu Recht Anlaß boten, die O.M.P. im Sinne ihrer Sollseinsvorstellungen theoretisch auszuwerten. Inzwischen hat man wohl an Hand praktischer Erfahrungen die Möglichkeit eines absoluten Konjunkturausgleichs durch Stabilisierung des Preisniveaus, Kontrolle der Investitionen und des Sparens usw. stark eingeschränkt. Durch den fortschreitenden Zerfall der internationalen Tauschbeziehungen und den Störungen in den Kreditbeziehungen aller Länder zueinander, wurde gerade auch in U.S.A. immer mehr eine unabhängige, von internationalen Einflüssen nicht gehemmte Kreditpolitik als notwendig erachtet. Man ging infolgedessen schon

frühzeitig dazu über, die Verbindung von Währungs- und Kreditpolitik zu lockern. Die O.M.P. erwies sich dazu als ausgezeichnetes Hilfsmittel, dessen praktische Bedeutung ständig wuchs. Es erübrigt sich auch hier einzelne Transaktionen zu beschreiben. Jedenfalls wurde die O.M.P. in U.S.A. immer mehr zu einer Politik des billigen Geldes und immer weniger zu einer Politik des teuren Geldes. Inwieweit die wirtschaftliche Entwicklung von dieser Politik beeinflußt wurde, steht allerdings nicht fest. Der entscheidende Wendepunkt zu einer aktiven Konjunkturpolitik liegt viel später. Ursache hierzu war ein steigender Bedarf des Staates infolge einer konjunkturpolitisch orientierten Ausgabenwirtschaft in einer Zeit, in der die allgemeine Nachfrage nach kurzfristigen Mitteln des Marktes trotz niedrigster Sollzinssätze stagnierte. Durch die Übernahme des bei den Federal Reserve Banken liegenden Goldbestandes gegen Überlassung von Goldzertifikaten auf das Schatzamt wurde dann 1934 ein Fonds geschaffen, der ähnlich wie der englische Währungsausgleichsfonds arbeitet. Im Innern aber wurde die O.M.P. immer mehr zu einer Methode zur Finanzierung des Staatsbedarfs.

Die praktischen Ziele der O.M.P. in U.S.A. haben sich dadurch nicht gewandelt und über die theoretische Bedeutung der Folgen solcher Aktionen ist man sich sowieso nicht einig gewesen. Bemerkenswert für einen Vergleich der englischen und amerikanischen Verhältnisse bleibt es immerhin, daß in beiden Ländern die Zentralnotenbanken diese Methode benützen, um den Markt zu zwingen, seinen Kreditbedarf durch Rückgriffe auf ihre Mittel zu befriedigen; denn in beiden Ländern spielt der Diskont von Handelswechseln bei der Zentralnotenbank keine entscheidende Rolle. Den gesetzlichen Bestimmungen entsprechend und auch tatsächlich ist dies anscheinend anders gewesen in Deutschland. Sind deshalb aber auch Ursachen und Ziele der O.M.P. andere gewesen in Deutschland? Auch hier soll wieder ein kurzer Rückblick in die Notenbankgeschichte folgen.

Deutschland.

Nach der Gründung des Deutschen Reiches wurde die 1847 gegründete Preußische Bank nach langen Verhandlungen in die Reichsbank umgewandelt und begann am 1. Januar 1876 ihre Tätigkeit. Neben der Reichsbank bestanden noch immer eine Reihe von Notenbanken (17), die sich bis zum Weltkriege auf 4 verringerten. Erst seit 1935 besitzt die Reichsbank das alleinige Notenausgaberecht im Reiche. Der Aufgabenbereich der alten Reichsbank war im § 16 des alten Bankgesetzes umrissen und dieser hatte bestimmt, daß die Reichsbank berechtigt sei, nach dem Bedürfnis des Verkehrs,

Noten auszugeben, ohne direkten Beschränkungen zu unterliegen[14]). Die ausgegebenen Noten mußten jedoch zu 1/3 in kursfähigem deutschem Gelde, Reichskassenscheinen oder Gold in Barren oder ausländischen Münzen gedeckt sein und für den Rest war eine bankmäßige Deckung vorgeschrieben, für die nur Wechsel und Schecks bestimmter Güte zugelassen waren. Außerdem war die Notenausgabe dadurch beschränkt, daß bei Überschreitung des steuerfreien Kontingents von zunächst 250, später bis zu 550 und am Quartalsende 750 Millionen Mark, die Reichsbank verpflichtet war, eine 5%ige Notensteuer zu entrichten. Diese Notensteuer wurde 1914 beseitigt und gleichzeitig der Reichsbank die Erlaubnis erteilt, auch Wechsel und Schuldverschreibungen des Reiches, deren Ankauf bisher schon erlaubt war, jetzt auch zur Notendeckung zu benützen.

Im Bankgesetz von 1875 war auch vorgesehen, daß Lombardanlagen der Reichsbank nicht zur Notendeckung zu rechnen seien. Um diese Vorschrift zu umgehen, gliederte man mit Kriegsausbruch der Reichsbank und ihren Niederlassungen besondere Anstalten an (Darlehenskassen), die ermächtigt wurden, gegen Hinterlegung von Pfändern, hauptsächlich Wertpapiere des Reiches und der Länder, Darlehenskassenscheine auszugeben. Die Darlehenskassen gaben aber diese Scheine meist direkt an die Reichsbank, die dafür Noten ausgab[15]). Nur ein Teil dieser Darlehenskassenscheine wurde von der Reichsbank in Umlauf gesetzt. Diese war auch ermächtigt worden, die Darlehenskassenscheine in die Bardeckung, d. i. die Golddeckung, einzurechnen. Dadurch wurde es möglich gemacht, die Notenausgabe zur Finanzierung des Kriegsbedarfes auf f e s t e lombardsichere Werte zu gründen, genau so, wie heute bei uns durch die O.M.P. die Notenausgabe z. T. auf festverzinslichen Werten basiert.

Die Darlehenskassen wurden nicht nur zu vorübergehenden Kreditbeschaffung für Kriegsgesellschaften herangezogen, sie mußten auch den einzelnen Staaten und Gemeinden Mittel zur Verfügung stellen, wenn diese als Kreditnehmer keine langfristigen Anleihen mehr beim Publikum begeben konnten. Die Nachfrage nach solchen Werten wurde auf dem Markte schließlich nur noch deshalb gewertet, weil sie die Rückendeckung der Notenpresse hatte. Auch lagen dem Bedarf an Noten keine wirtschaftlichen Umsätze zu Grunde oder folgten diesen. Diese Vorgänge zeigen, warum Schacht später so eindringlich darauf hingewiesen hat, daß

[14]) Vgl. Dierschke-Müller a. a. O. S. 20.
[15]) Vgl. W. Lotz. Darlehenskassen. Im Handwörterb. d. Staatsw. Jena 1926[4]. Bd. 2. S. 212

eine O.M.P. zwei Türen haben müsse, eine zu der man herein käme und eine, zu der man wieder herauskomme. Eine O.M.P. ohne offenen Markt, ist also nicht denkbar. Andererseits ist eine O.M.P. von vorneherein stark eingeschränkt, wenn sie sich nicht auf eine entsprechende Unterstützung durch einen Reservefonds, oder die Möglichkeit der Fundierung der Notenausgabe auf O.M.P.-Werte stützen kann. Wird jedoch die gesamte Notenausgabe auf solche Werte gestützt, dann ist die Gefahr des Mißbrauchs zu groß. Die alte Reichsbank jedenfalls ist dieser Gefahr erlegen.

Man kann die Darlehenskassenscheinoperationen nicht als O.M.P. bezeichnen. Sie sind Vorläufer und wurden hier nur angeführt, um zu zeigen, wie man sich ähnlicher Methoden bedient hat, mit ähnlichen Zielsetzungen, die von ähnlichen Voraussetzungen getragen sind, wie die O.M.P. In ihren Folgen haben diese Methoden aber ihre großen Mängel offenbar werden lassen. Soweit die Reichsbank vor dem Kriege An- und Verkäufe von Reichsschatzanweisungen am offenen Markte durchführte, sind sie in ihrer praktischen Auswirkung auf die allgemeine Marktlage belanglos gewesen. Sie spielten nur eine Rolle für das Verhältnis der Reichsbank als Kassenführerin des Reiches zu den Finanzbehörden[16]).

Nach dem Zusammenbruche der alten Reichsbank und der Einführung der Renten- und Golddiskontbank brachte schließlich das Bankgesetz vom 30. August 1924 eine Neuordnung der Reichsbank mit dem Ziele, die Finanzpolitik des Reiches und die Kredit- und Währungspolitik der Reichsbank von ihrer bisherigen Verknüpfung zu lösen. Die Aufgaben, der neuen Reichsbank sind zwar die gleichen geblieben, die Vorschriften über die Kreditgewährung an das Reich, die Reichsbank und die Reichspost, an die Länder und Gemeinden, wurden jedoch sehr eng gefaßt. Die Befugnis des alten Gesetzes usw., Betriebskredite zu gewähren, fiel weg; statt dessen wurde der dem Reiche zu gewährende Betriebskredit auf höchstens 100 Mill. RM. festgelegt. Die Notenausgabe wurde voll auf den Ankauf von Handelswechseln basiert; Inhaberschuldverschreibungen durften nur soweit auf eigene Rechnung an- und verkauft werden, als dies nötig erschien, um das laufende Kundengeschäft aufrecht zu erhalten. Die strengen gesetzlichen Bindungen, die der Reichsbank keine Möglichkeit mehr gaben, selbst am Markte aktiv in Erscheinung zu treten, veranlaßten sie, die

[16]) Die Bestimmung des Gesetzes, wonach die Reichsbank ermächtigt wurde, neben Wechsel und Schecks u a. Schuldverschreibungen des Reiches, eines deutschen Staates, oder inländischer kommunaler Korporationen, welche spätestens nach drei Monaten mit ihrem Nennwert fällig sind, zu diskontieren, zu kaufen und zu verkaufen, ist in ihrer Fassung allerdings eine unmittelbare Vorläuferin der heutigen Befugnis zur O.M.P. Sie wurde jedoch vor dem Kriege fast nicht eingesetzt.

nicht gestattet waren. Indirekt wurden durch die Operationen der Golddiskontbank mit jenen Geschäften zu betreuen, die ihr selbst Golddiskontbank die Initiative der Znb. des öfteren am offenen Markte sichtbar, als die Golddiskontbank, z. B. 1926, längerfristige Kredite an die Landwirtschaft gab, und sich die Mittel dazu durch Ausgabe von Solawechseln beschaffte, die bei der damals flüssigen Geldmarktlage es ermöglichten, die Schleuse zwischen Geld- und Kapitalmarkt zu überwinden. Diese Eingriffe waren wiederum nicht aus konjunkturpolitischen Zielsetzungen entstanden; auch sie verdanken ihre Einführung markttechnischen Mängeln, die infolge der politischen Spannung und Unsicherheit an den Märkten sehr stark spürbar wurden. Den gleichen Ursachen entsprang der Versuch, die öffentlichen Gelder stärker zu erfassen und zu leiten. Die Golddiskontbank übernahm im Jahre 1927 verzinsliche Depositen, um sie dem Privatdiskontmarkt zuzuführen. Damals schon hat man von einer O.M.P. gesprochen.

All diese Transaktionen hatten gezeigt, in welcher Richtung die Machtbefugnisse der Zentralnotenbank notwendig erweitert werden mußten. Dies wurde vollends offensichtlich, als die große Krise hereinbrach. Der Abzug kurzfristiger Auslandsforderungen im Frühjahr 1931 entblößte auch den Geldmarkt seiner Mittel. Eine Marktordnung unabhängig von den Schwankungen der Währungspolitik erschien als einziger Ausweg. Dazu waren die Methoden der Umlaufsregulierung und ihre Verknüpfung mit der Währungspolitik nicht ausreichend genug. Die Forderung, den Gesamtbestand an Umlaufsmitteln neben Handelswechseln auch durch Effektenan- und verkäufe zu regulieren, ist in den Jahren seit 1929 nicht mehr verstummt[17]). Sie wurde zunächst erhoben, weil sich der Bestand an guten Handelswechseln mit der Verschlechterung der allgemeinen Wirtschaftslage und durch die Änderung der Zahlungsgewohnheiten immer mehr verringerte, der Bedarf an Umlaufsmittel dagegen infolge der größeren Unsicherheit anstieg. Die Bankenkrise von 1931 hatte dann das Portefeuille der Reichsbank mit Krisenwechseln gefüllt, deren Liquidität sehr gering war und damit wurde die elastische und automatische Kreditregulierung durch gute Handelswechsel zerstört. Eine Erweiterung der Diskontpolitik durch Hereinnahme von Effekten zu konjunkturpolitischen Zwecken wurde immer dringender gefordert, als sichtbar wurde, daß die Deflationspolitik im Inneren und nach außen keinen entscheidenden Ausweg aus den wirtschaftlichen Schwierigkeiten zu bringen vermochte. Man war nunmehr überzeugt, daß sich die Lage nur

[17]) Vgl. Silvio Gesell, Aktive Währungspolitik Leipzig 1909, Hans Neisser, Die Reichsbank als konjunkturpolitischer Faktor. In: Mag. d. Wirtsch., 7, 13, 587 (27. 3. 31).

dann bessern würde, wenn am Markte zusätzliche Impulse und Energien geweckt würden. Allerdings war man sich zunächst nicht klar darüber, ob diese Impulse von der Geldseite ausgehen sollten, um zu einer aktiven Konjunkturpolitik zu gelangen, oder ob der Staat selbst durch Inangriffnahme von Arbeitsmaßnahmen in den Schlüsselindustrien die Wandlung herbeiführen sollte. Als dann die politische Entscheidung zugunsten der letzteren ausgefallen war, verlangte die Finanzierung dieser Maßnahmen eine Kontrolle und Leitung aller am Markte zur Verfügung stehenden einsatzbereiten Mittel.

> Die bisherigen Machtbefugnisse der Znb. mußten erweitert werden, da sie sich als überholt erwiesen. Ebenso die marktechnischen Kontrollbefugnisse. Die aktive Konjunkturpolitik des Staates ging somit der Einführung der O.M.P. voran und hatte zur Folge, daß man die Methoden der Znb. erweiterte, um diese Politik auf den Kreditmärkten durch elastische gesetzliche Grenzen zu erleichtern. Nachdem der gegenseitige Ausgleich der nationalen Kreditmärkte versagt hatte und unter Zwangverwaltung gestellt werden mußte, bestand auch auf dem Gebiete der Währungspolitik kein besonderes Hemmnis mehr gegen die Einführung der O.M.P.

Die Bankgesetznovelle vom 28. Oktober 1933 brachte diese ganze Entwicklung zu einem vorläufigen Abschluß. Das Gesetz schuf der Znb. die notwendige Handlungsfreiheit; es brachte auch die organisatorische Verbindung mit dem Reiche, um die Zusammenarbeit mit diesem zu gewährleisten; es brachte insbesondere auch die Ermächtigung für die Reichsbank zur O.M.P. Man kann nicht sagen, daß die Einführung der O.M.P. mit Rücksicht auf direkte Zielsetzungen erfolgte. Der entscheidende Grund war zunächst: Man wollte sich durch gesetzliche Bestimmungen nicht eingeengt wissen, besonders da, wo die Verhältnisse bereits vollendete Tatsachen geschaffen hatten. Man wollte sich nicht der Arbeit gehemmt wissen durch Paragraphen, deren Einhaltung die Erfüllung notwendiger Aufgaben verhindert hätte. Man setzte an die Stelle gesetzlicher Bindungen und Beschränkungen, die auf theoretischen Erkenntnissen und praktischen Erfahrungen der Vergangenheit beruhten, das Verantwortungsbewußtsein der Notenbankleitung als oberste Norm, vertrauend darauf, daß damit nicht eine geistlose, hemmungslose Politik der Willkür einsetzen werde. Die Aufhebung der gesetzlichen Beschränkungen bedeutete also nicht Aufhebung jener Verpflichtungen, die sich aus theoretischen Erkentnnissen ergeben. Solange der Staat nicht an diesen Grundlagen rüttelt und das Verantwortungsbewußtsein der Notenbankleitung

respektiert, so lange bestehen auch gegenüber Umfang und Intensität der O.M.P. keine Befürchtungen.

Man kann nun in Deutschland seit Einführung der O.M.P. hinsichtlich der besonderen Zwecke der einzelnen Maßnahmen verschiedene Phasen unterscheiden:

1. Zunächst sollte erreicht werden durch Übernahme von Steuergutscheinen aus den Händen eines Bankenkonsortiums jene Banken zu entlasten, deren Geldstand angespannt war. Darüber hinaus wurden auch jene Banken verflüssigt, die sich bisher noch Kredit von der Zentralnotenbank durch Rediskont von Wechseln beschaffen konnten. Es wurde weiterhin eine allgemeine Anstoßwirkung ausgeübt zu Kurssteigerungen für festverzinsliche Werte. Zugleich wurde damit die Liquidität derjenigen festverzinslichen Werte gebessert, die für die O.M.P. in Frage kamen. Kurzum, es gelang, den Geld- und Kreditapparat wieder beweglicher zu machen.

2. Eine weitere Phase der O.M.P. in Deutschland ist gekennzeichnet durch die Bestrebungen der Reichsregierung, jene kreditpolitischen Schwierigkeiten zu beheben, deren Ursprung auf vertragliche Verpflichtungen aus der Zeit der Krise zurückgeht. Überhöhte Zins- und Tilgungsverpflichtungen bringen auch in wirtschaftlich gesunden Zeiten Hemmungen der Initiative des einzelnen mit sich, die unbedingt beseitigt werden müssen. Es mußte gelingen, die bisherigen Vertragsbestimmungen auf neue Grundlagen zu stellen. Besonders belastend wirkte bei uns das geringe Vertrauen, das Staat, Gemeinden und Gemeindeverbände bisher am offenen Markt genossen. Dies gerade im Hinblick auf die starke wirtschaftspolitische Initiative, die der Staat und sein Verwaltungsapparat entfalten sollten. Die endgültige Regelung der Schuldverhältnisse bei Staat und Gemeinden erforderte eine ganze Reihe von Vorarbeiten, die alle eine besondere Aktivität der Znb. oder einer sonstigen Ausgleichsstelle voraussetzten. Gemeindeumschuldungsgesetz, Auflegung einer Neubesitz-Ablösungsanleihe, Umtauschverfahren der Dollarbonds usw. kennzeichnen diese für die die spätere Entwicklung so wichtige Periode. Wenn diese Aufgabe gelöst wurde, dann ist das auch z. T. der O.M.P. der Znb., insbesondere ihren Sekundärwirkungen zuzuschreiben.

3. Nun war auch die Frage nach einer Konversion der Staatsschuldverschreibungen in greifbare Nähe gerückt.

a) Die bestehenden Nominalzinssätze erschienen als stark überhöht und bildeten für den Staat eine schwere Belastung.

b) Diese überhöhten Zinsen erschwerten auch die zukünftige Entwicklung am Markte und hielten eine allgemeine Zinssenkung hintan.

c) Auch die zu erwartende Konsolidierung der zur Wirtschaftsankurbelung gemachten kurzfristigen Schulden hatte eine Konversion der bestehenden Schuldverpflichtungen zur Voraussetzung. Die ganze Phase ist gekennzeichnet durch besonders pflegliche Behandlung des Geldmarktes, während gleichzeitig die Nachfrage nach Mitteln des Kapitalmarktes gesperrt wurde. Die Entwicklung der Kurse der festverzinslichen Werte und des Privatdiskontsatzes hat sich denn dann auch in der gewünschten Richtung vollzogen.

Nach der Konversion ist die O.M.P. jedoch nicht, wie in U.S.A. und England zu einer Politik des billigen Geldes geworden, oder zur Finanzierung des Staatsbedarfes unmittelbar herangezogen worden, sie ist auch jetzt noch Marktpolitik im Sinne einer unterstützenden Marktpflege. Ihre Aufgabe ist es, die kreditpolitischen Möglichkeiten der aktiven Konjunkturpolitik des Staates zu erweitern, sie dient nicht selbst als Finanzierungsquelle, sondern als Mittel zur Erschließung von Finanzierungsquellen. In dieser Richtung — Mittler und Diener — am Markte zu sein, liegen m. E. Aufgaben und Grenzen der O.M.P. eingeschlossen; aus diesem Zusammenhange heraus ist auch die Rolle der O.M.P. in der kreditären und monetären Konjunkturtheorie zu verstehen.

Dieser Verzicht auf eine dauernde Unterstützung der Staatsbedarfsfinanzierung ist bei uns allerdings nicht freiwillig. Die beschränkten Mittel erlauben es den deutschen Banken nur, Mittlerstelle am Markte anzunehmen. Andererseits ist die Reichsbank bei uns viel stärker, als sonst irgendeine Zentralnotenbank, letzter Liquiditätsrückhalt und muß ständig mit einer Beanspruchung seitens des Marktes rechnen.

I. Kap.

Ursachen der O.M.P.

1. Der geschichtliche Rückblick hat gezeigt, wie verschieden im einzelnen die Ursachen der O.M.P. gewesen sind. Er zeigte insbesondere, wie verschieden die Ziele waren und sind, für die sie in den einzelnen Ländern benützt wird. Und doch sind es trotz des verschiedenen äußeren Anlasses sehr oft im Grunde gleiche Beweggründe, die sich allenthalben feststellen lassen. Jedenfalls tritt so viel Gemeinsames zutage, daß auch auf diese allgemeinen Ursachen zurückgegangen werden muß.

Die klassische Methode, den Umfang des Kredites zu regeln, die Diskontpolitik, ist passiver Natur, d. h. ihr Einfluß auf den Umfang des Kredites ist im wesentlichen auf einer Ausrichtung der

Preise aufgebaut und auf deren gegenseitiger Abhängigkeit. Ihre Wirkung ist daher keine unmittelbare; und soweit sie nicht restriktiv angewandt wird, ist sie evtl. nur als Wirtschaftsbarometer psychologisch bedeutsam. Nur unter ganz bestimmten Voraussetzungen vermag die Diskontpolitik wenigstens kostenmäßig auf die Entscheidungen der Banken unmittelbar einzuwirken; und auf die Dauer nur dort, wo das Banksystem eines Landes zum Rückgriff auf die Znb. angewiesen ist. Eine aktive Kreditpolitik setzt überdies die Möglichkeit einer Regelung des Notenumlaufes voraus, welche jederzeit den Anforderungen dieser Kreditpolitik angepaßt werden kann, sobald sie ihr nicht entspricht. Nimmt man nun an, daß die im Wirtschaftssystem bestehenden Mängel tatsächlich auf diese Weise beseitigt werden können und hält man die O.M.P. für eine dazu geeignete Methode, so hätte man in der O.M.P. also eine Methode zu sehen, die es ermöglicht, mit Hilfe der Znb. eine staatliche Geldwert- und Kreditpolitik zu betreiben, welche nicht nur das Kreditgeschäft der Banken, sondern auch die volkswirtschaftlich notwendige Sparbildung zu regulieren vermag, folglich auch den Zinssatz mit seinem Einflusse auf das Geldvolumen und damit auch die Preise zu bestimmen vermag, um schließlich die gesamte konjunkturelle Entwicklung maßgeblich zu beeinflussen.

Mögen die gemachten Voraussetzungen nun stimmen oder nicht, Tatsache ist jedenfalls daß man versucht hat, die angedeuteten Fragen zu lösen, indem man die Znb. von Währungsbanken zu Wirtschaftsbanken umbaute. Man hat zu diesem Zwecke die Macht der Znb. innerhalb der gesamten Wirtschaftsorganisation verstärkt, ihren Tätigkeitsbereich stark erweitert und die einzelnen Methoden elastischer gestaltet, indem man unnötige Hemmungen beseitigte. Dadurch wurde sie in die unmittelbare Produktionssphäre eingeschaltet. Auch gegenüber den internationalen Tauschbeziehungen veränderte sich der Aufgabenbereich der Znb., seitdem diese unter der protektionistischen Wirtschaftsführung immer mehr zu leiden hatte. Dadurch war auch eine Neuorganisation des gesamten Bankwesens notwendig geworden. Sowohl bei der Regelung der nationalen Geld- und Kreditpolitik, als auch bei der internationalen Währungspolitik bedurfte es zusätzlicher Methoden. Die Znb. steht seitdem mit weiter gesteckten Zielen und größeren Aufgaben im Wirtschaftssystem. Sie wurde verpflichtet, neben der Regelung des Notenumlaufes und der Kreditbedingungen auch auf die Entwicklung der gesamten Produktion maßgeblichen Einfluß zu nehmen. Ihre Aufgabe ist es, das Ineinandergreifen der einzelnen Wirtschaften zu ermöglichen und zu erleichtern, indem der Austausch der einzelnen Arbeitsleistungen so gestaltet wird, daß Rei-

bungen, die durch Fehler der Tauschmittel bedingt sind, fast nicht auftreten, sowohl innerhalb der politischen Grenzen, als auch im Bereich der internationalen Arbeitsteilung.

Sie soll jedoch auch, indem sie durch ihren verstärkten Einfluß auf die Produktion von sich aus das Maß der Eingliederung in die internationale Arbeitsteilung mitbestimmt, in der Lage sein, aus diesen internationalen Tauschbeziehungen keine störenden Rückwirkungen auf die Entwicklung im Inlande entstehen zu lassen. Dies kann nur in sehr begrenztem Umfange auf direktem Wege verwirklicht werden. Darum versuchte man, durch eine straffe Organisation und durch den Einsatz intervenierender Mittel, die Lage der nationalen Geld- und Kapitalmärkte so zu verändern, daß im Bedarfsfalle nationale und internationale Märkte voneinander getrennt werden konnten. Die Methoden, welche bisher die wirtschaftlichen Daten beeinflussen und regeln sollten, waren dazu nicht ausreichend, denn der veränderte Aufgabenkreis entsprach nicht mehr ihrem ursprünglichen Zwecke. Die bisherige Marktregelung erkannte auch im Prinzip der Marktfreiheit noch die beste Ausrichtung der wirtschaftlichen Daten und entwickelte die Methoden in diesem Sinne. Mit der veränderten Zielsetzung einer direkten Lenkung der wirtschaftlichen Kräfte in der Verteilungs- und Produktionssphäre wurde gleichzeitig die Marktfreiheit eingeschränkt. Das geschah bei jenen Teilmärkten, die einer Beeinflussung eher zugänglich waren, in stärkerem Umfange, als bei jenen, bei denen dies nicht der Fall war. Damit wurden einerseits die beabsichtigten Störungsquellen nach außen ausgeschaltet, andererseits aber auch jene Hilfsquellen zum Versiegen gebracht, die bisher als marktbildende Elemente von außen her in die Volkswirtschaft eingeführt wurden.

Die Znb. kann deshalb ihre Geld- und Kreditpolitik auch innerhalb der politischen Grenzen nur mit dem Einsatz neuer Mittel im Sinne einer autonomen Marktpolitik gestalten. Zudem stellt gerade eine Politik, welche Produktion und Verteilung lenken will, viel größere Ansprüche an die Leistungsfähigkeit des Kreditmarktes. Dessen Führung wird damit zum Kernproblem des gesamten Aufgabenbereiches einer Znb. und zeigt schließlich, wie weit die Marktgestaltung überhaupt volkswirtschaftliche Vorteile zu begründen vermag. Es besteht jetzt primär die Aufgabe, die innere Geldpolitik in Harmonie mit der Kreditpolitik zu bringen und erst dann mit Hilfe der Währungspolitik aufgrund der sich dabei ergebenden Voraussetzungen die Eingliederung in die internationalen Währungsbeziehungen vorzunehmen. Dadurch wurde auch die bisherige Aufgabe der Znb., dafür zu sorgen, daß Valutapolitik und innere Geldpolitik harmonisch verlaufen, auf ganz neue Mög-

lichkeiten verwiesen. Mit dieser Entwicklung änderte sich insbesondere die Stellung der Znb. gegenüber den einzelnen Banken.

Die neuen Aufgaben erfordern nämlich eine Zusammenarbeit der einzelnen Banken mit der Znb. in der Weise, daß die Initiative für den einzelnen Entschluß wohl bei der Bank liegt, daß aber die Znb. bei grundsätzlichen Entscheidungen ihren Einfluß geltend macht. Aktive Bankpolitik kann gewöhnlich in größerem Umfange von den Kreditbanken als von der Notenbank ausgeübt werden, weil deren Kreditvolumen viel größer ist und sie eher in der Lage sind, durch individuelle Auswahl die Kreditsicherheit zu fördern und restriktive Maßnahmen durchzuführen.

Ziel dieser Entwicklung ist, das Kreditbankwesen als Träger der Notenbankpolitik zu benützen und es der Znb. möglich zu machen, die Kreditbanken unmittelbar zu beeinflussen. Es gilt also:

1. direkte Beziehungen zwischen der Znb. und den Banken zu schaffen, die so funktionieren, daß sich Willensäußerungen der Znb. unmittelbar auswirken und nicht erst dann, wenn die Banken aufgrund ihrer bedrängten Lage gezwungen sind, sich dem Willen der Znb. unterzuordnen. Die Znb. muß also souverän über das Maß ihrer Beanspruchung entscheiden können. Sie bedarf dazu der Freiheit des Handelns und muß in der Lage sein, ihre Stellung innerhalb des Wirtschaftssystems nachdrücklich zu unterstützen. Außerdem müßte sie dazu:

2. in der Lage sein, mit dem letzten Kreditnehmer in Verbindung zu treten, wenn nötig auch unter Umgehung des Banksystems. Trotzdem darf ihr Eingreifen nicht im Gegensatze zu einer geordneten Marktpflege stehen.

Die Voraussetzungen für diesen Umbau wurden bereits vor Einführung der O.M.P. geschaffen. Die ständig verbesserte Organisation des Geld- und Kreditwesens gestattete es, die vorhandenen Mittel immer vollkommener der Gesamtheit nutzbar zu machen, denn die bei den einzelnen Banken vorhandenen Mittel konnten durch die Verringerung der direkten Reserven immer vorteilhafter ausgenutzt werden. An die Stelle der einzelnen Unternehmung trat nun die gesamte Organisation. Im Notfalle konnte auf diese zurückgegriffen werden. Dagegen konnten die Schwierigkeiten, die das gesamte Wirtschaftssystem erfaßten, nicht mehr durch einen gegenseitigen Rückgriff ausgeglichen werden. Hier blieb die Znb. letzte Reserve und sie mußte die Rückschläge im Wirtschaftssystem auffangen und ausgleichen. Durch diese Entwicklung wurde zunächst die Stellung der einzelnen Bank gegenüber der Znb. im normalen Wirtschaftsablauf verstärkt und es ging dieser die Fühlung mit

der wirtschaftlichen Entwicklung z. T. verloren. Dies, und die Übernahme einer erhöhten Verantwortung unterstützten umgekehrt das Bestreben der Znb., den bestehenden Zustand zu beseitigen. Nun mußte der Funktionsbereich der Znb. erweitert werden. Diesem Zwecke diente die O.M.P. Die Einführung der O.M.P. bezweckte daher nicht unbedingt eine Änderung des Wirkungsbereiches der bisherigen Methoden, sie wurden nur ergänzt.

Damit sind die wesentlichen und grundsätzlichen Voraussetzungen dargestellt, die für die Einführung der O.M.P. mittelbar oder unmittelbar als Ursache anzusehen sind. Im einzelnen sind jedoch nur die Auswirkungen dieser Überlegungen sichtbar geworden.

2. Noch ein weiterer Grund soll hier erwähnt werden, wegen seiner besonderen Bedeutung: Der Finanzbedarf des Staates. Man kann sagen, daß dieser unmittelbar mit den volkswirtschaftlichen Zwecken der Znb. wenig zu tun hat. Doch ist der Staat, genau so wie jeder andere Wirtschafter, bei der Befriedigung seiner Kreditbedürfnisse auf den Markt angewiesen, wenn direkte laufende ordentliche Einnahmequellen nicht genügend zur Verfügung stehen. Da der Staat zudem der größte Wirtschafter ist, erscheint es unbedingt notwendig, alle organisatorischen Elemente des Marktes so auszubilden, daß Schwankungen in Angebot und Nachfrage, die vom Staate ausgehen, ausgeglichen werden können. Gerade die O.M.P. läßt sich für diese Zwecke sehr wirksam handhaben. Sie ist geeignet, als Ordnungsfaktor am Geld- und Kapitalmarkt eingesetzt zu werden. Soweit es mit ihrer Hilfe gelingt, diese beiden Märkte funktionsfähig zu halten, erfüllt sie auch die wesentlichen Voraussetzungen für einen planvollen Ausbau der wirtschaftlichen Beziehungen. Da die Znb. durch die O.M.P. selbst zur Marktpartei wird, kann sie als solche mit dazu beitragen,

1. am Kreditmarkte Finanzierungsquellen zu erschließen. Sie kann außerdem
2. die Finanzierung des außerordentlichen Staatsbedarfes übernehmen, in der Hoffnung, die entstehende zusätzliche Belastung später wieder am Markte abzustoßen,
3. sie kann auch die Finanzierung des ordentlichen Haushaltes übernehmen, indem sie durch Ankauf von Wertpapieren des Staates zusätzlich Noten ausgibt.

Durch die O.M.P. wird jener unmittelbare Bedarf des öffentlich-rechtlichen Sektors der Wirtschaft mobilisiert, der bisher seine Ansprüche nur gegenüber dem einzelnen Steuerzahler oder gegenüber dem freien Markte stellen konnte. Dieser Bedarf an Kredit konnte bisher nicht, wie bei privaten Nachfragern bei der Finanzierung seiner laufenden Güterumsätze unmittelbar an die Znb.

herangetragen werden. Auch das hat die O.M.P. erst ermöglicht. Die Methode der O.M.P. bricht damit mit dem Grundsatze, daß die Methoden zur Ordnung am Markte nach demselben Prinzip funktionieren müssen, wie die Selbstregulierung der Wirtschaft, nämlich auf Grund der am Preissystem laufend nachgewiesenen privatwirtschaftlichen Rentabilität. Nunmehr soll im Rahmen der gegebenen Liquiditätsgrundsätze dem volkswirtschaftlichen Prinzip durch die Znb. auch dann entsprochen werden, wenn zunächst keine direkte privatwirtschaftliche Rentabilität gegeben erscheint, wenn jedoch auf Grund theoretischer Überlegungen gesteigerte Produktivität anzunehmen ist. Auch das kann man zu den Ursachen zählen, die zur Einführung der O.M.P. geführt haben, allein auch hier gehen Sein und Sollsein nicht immer Hand in Hand und auch hier bedarf es einer kritischen Untersuchung über Umfang und Grenzen der O.M.P.

II. Kap.

O.M.P. und die Regulierung des Zahlungsmittelumlaufes.

1. Die Quantitätsformel macht es sich zur Aufgabe, die Zusammenhänge zu erklären, welche sich aus dem Verhältnis von Geldmenge zu Warenmenge in bezug auf das Preisniveau ergeben. Die Formel: $G_1 \times U_1 + G_2 \times U_2 = P \times H$ besagt, daß die Menge des am Markte vorhandenen Geldes, multipliziert mit der Umlaufsgeschwindigkeit gleich ist dem Produkt aus dem durchschnittlichen Handelsvolumen und dem Durchschnittspreis. Nach ihr entspricht also die Gesamtsumme der Geldbewegungen der Gesamtsumme der Güterbewegungen am Markte.

Nach ihr steht weiter, bei angenommen durchschnittlich-konstanter Umlaufsgeschwindigkeit, die Menge der Umlaufsmittel in einem funktionellen Zusammenhange zu der Menge der umlaufenden Waren bei konstanter Preisentwicklung. Außerdem ist das Verhältnis von G_1 (Barged): G_2 (Buchgeld) wenigstens innerhalb einer gegebenen Wirtschaftsorganisation ziemlich konstant; bei sich ändernden Zahlungssitten und Einflußnahme auf die Liquidität der Banken wird sich allerdings auch das Verhältnis von $G_1 : G_2$ verändern. Eine Regelung des Bargeldumlaufes, also von G_1 bedeutet zugleich eine Beeinflussung von G_2. Da auch der Zahlungsmittelbedarf elastisch ist, erfordert eine Politik der Regelung des Notenumlaufes unbedingt zuverlässige Orientierungsmerkmale, nach denen eine Änderung des jeweiligen Umfanges vorgenommen wird. Wie sich ferner aus der Formel ersehen läßt, übt die gesamte, umlaufende Notenmenge ihren Einfluß aus sowohl auf die Entwicklung der Preise, als auch auf die Produktion. Dieser Einfluß tritt

zwar nicht eigentlich als aktiver Faktor in Erscheinung, da bei den meisten Zentralnotenbanken im System der freien Wirtschaft die Regelung des Notenumlaufes erst auf Grund von bereits erfolgten wirtschaftlichen Entschlüssen sich vollzieht. Grundlage und Methode, mit der dies möglich gemacht wurde, bot die Diskontpolitik und daneben jene Bestimmungen der Znb.-Gesetze, nach denen die Notenausgabe nur innerhalb gewisser Grenzen bei Einhaltung von Deckungsbestimmungen möglich gemacht wurde.

2. Abgesehen von den Voraussetzungen über eine Golddeckung, setzt eine wirksame Diskontpolitik voraus, daß zunächst genügend Handelswechsel vorhanden sind, welche den gesetzlichen Anforderungen in Bezug auf Laufzeit und Güte entsprechen. Eine Regelung des Notenumlaufes mit Hilfe der Diskontpolitik hängt also davon ab, ob diejenigen wirtschaftlichen Entschlüsse, die in ihren Auswirkungen später am Markte die Nachfrage nach Umlaufsmitteln der Znb. vermehren, auch mit Hilfe von Wechseln finanziert werden. Nur dann gehen Notenumlauf und Wirtschaftsentwicklung in gleicher Richtung vor sich. Dieser Zusammenhang besteht aber gewöhnlich nicht. Der Notenbedarf zeigt einen stark stationären Charakter, da der Bedarf an Kassenreserven, Mittel für Lohn- und Unterstützungszahlungen auch unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung gleichmäßig bleibt. Es ist daher unbedingt notwendig, den Notenumlauf in gewisser Weise konstant zu halten, trotzdem aber den vorübergehenden, zusätzlichen Bedarf ohne Schwierigkeiten befriedigen zu können. Der Nachweis für diesen Bedarf muß evt. auch ohne Handelswechsel erfolgen können. Er kann ohne Bedenken befriedigt werden, wenn die gesteigerte Nachfrage, z. B. auf Zahlungsstauungen, zurückzuführen ist. Außerdem liegt es im Interesse der Znb., Angebot- und Nachfrageverhältnisse nach Noten auf Grund ihrer eigenen Initiative zu bestimmen. Ihr muß deshalb das Recht zustehen, am Markte als Käufer und Verkäufer von solchen Werten aufzutreten, die sie ohne besondere Beschränkung durch Deckungsvorschriften in größerem Umfange aufzunehmen vermag, um damit den Notenumlauf zu erweitern oder zu verengen.

In Deutschland ist das nun auch möglich durch die neuverliehene Fähigkeit, mittels der O.M.P. am Markte festverzinsliche Wertpapiere anzukaufen und zu verkaufen, nachdem sie die zu erwerbenden Papiere als Notendeckung benützen darf.

Zumeist sind ja sowohl Nachfrager, wie Anbieter der Noten auf dem Markte Banken, deren Primärliquidität in einem Guthaben bei der Zentralnotenbank oder einer dieser angeschlossenen Girozentrale besteht. Erwerben diese Banken Wertpapiere von der Znb., so erfolgt die Bezahlung einfach durch Überweisung eines Teiles

ihrer Guthaben an diese, ohne daß dabei der Notenumlauf insgesamt direkt verändert wird. Die Verringerung an umlaufenden Noten tritt trotzdem ein, sie erfolgt auf dem Umwege über eine verringerte Ausleihetätigkeit der Banken, infolge ihrer verschlechterten Liquidität. Die Verringerung des Notenumlaufes wirkt sich dann erst aus durch einen verminderten Rediskont von Wechseln. Umgekehrt vergrößern sich die Guthaben der Banken bei einem Verkaufe von Wertpapieren zunächst um den vollen Betrag, ohne daß die umlaufende Notenmenge sich deswegen vergrößern müßte. Soweit kein Zwang besteht, einen bestimmten Betrag bei der Znb. als Guthaben zu halten, oder soweit dieser Betrag bereits überschritten ist, besteht die Tendenz, die durch den Verkauf von Wertpapieren entstandenen Guthaben durch Ausleihung wieder nutzbringend anzulegen. Dies umsomehr, als die veräußerten Wertpapiere eine zinstragende Anlage darstellen, die nur aufgegeben wird, um die vorhandenen Mittel vorteilhafter anzulegen. Es soll nicht geleugnet werden, daß dies nicht immer der Fall ist, denn sonst wären Überschußreserven, wie sie in U.S.A. üblich sind, nicht möglich. Doch kann allgemein festgestellt werden, daß sich eine Bank erst dann bereit finden wird, ihre Wertpapiere zu veräußern, wenn sie entweder sofort bare Umlaufsmittel benötigt, oder wenn sie sich für einen zukünftigen Bedarf sichern will.

Es gelingt daher sehr weitgehend, den Zahlungsmittelumlauf zu regeln, indem die Diskontpolitik durch die O.M.P. ergänzt wird. Dies bezieht sich zunächst auf die Absicht, den Notenumlauf konstant zu halten. Da eine solche Regelung orientiert werden kann an Angebots- und Nachfrageverhältnissen, die am Markte schon in Erscheinung treten, gelingt sie besonders leicht. Außerdem wird durch die Eingriffe der Znb. selbst nicht unmittelbar beeinflußt, sondern nur mittelbar auf dem Umwege über die Auswirkungen der bereits erfolgten Regelungsversuche.

3. Dagegen begegnen die Absichten der Znb., den Zahlungsmittelumlauf in bewußter Richtung zu verändern, um eine allgemeine Geldwertpolitik treiben zu können, schon sehr erheblichen Schwierigkeiten. Bisher bekleidete das Geld eine Hilfsmittelfunktion als Diener am Markte. Nach den Zielen einer Geldwertpolitik soll es so gestaltet werden, daß mit seiner Regelung gleichzeitig ein anderes Ziel erreicht wird, z. B. steigende Vermehrung der Tauschgeschäfte. Ob auch die bewußte Umlaufsmittelregulierung in dieser Richtung wirken kann, hängt nicht davon ab, ob die Methoden der Regelung des Umfangs der Umlaufsmittel wirkungsvoll entwickelt sind oder nicht. Sie hängt vielmehr davon ab, ob solche Geldmengenänderungen überhaupt in der Lage sind, auch die Entwicklung der gesamten Wirtschaft mitzubestimmen.

Es unterliegt keinem Zweifel, daß eine Geldwertpolitik schon sehr viel von ihrer Wirksamkeit einbüßt, wenn sie nur die Menge der vorhandenen Noten, nicht jedoch deren Umlaufsgeschwindigkeit zu beeinflussen vermag. Es gibt aber keine Methode, die imstande wäre, die Umlaufsgeschwindigkeit zu regeln. Auch die O.M.P. ist dazu nicht in der Lage.

Es ist außerdem notwendig, daß mit der Veränderung von G_1 auch eine solche von G_2 erreicht wird. Setzt man nun voraus, daß das Verhältnis von $(G_1 + G_2)$ zur gesamten Gütermenge konstant bleibt, dann hätte eine Veränderung von G_1 nur eine entsprechend entgegengesetzte Änderung von G_2 zur Folge. Erfahrungsgemäß beträgt G_2 stets ein Vielfaches von G_1, sodaß schon kleine Änderungen des Notenumlaufes eine verhältnismäßig große Zu- oder Abnahme von G_2 nach sich ziehen können. Ob die Erfahrungstatsache, daß das Verhältnis von G_1 zu G_2 stets konstant bleibt, auch dann bestehen bleibt, wenn mit Hilfe einer Änderung von G_1 gleichzeitig eine bewußte Gestaltung nicht nur von G_2, sondern der gesamten wirtschaftlichen Tauschbeziehungen erreicht werden soll, läßt sich nicht ohne weiteres sagen. Es besteht zunächst die Vermutung, daß solche Einflüsse, die von einer willkürlichen Änderung von G_1 ausgehen, jedenfalls sehr weitgehend durch eine vorübergehende Verschlechterung der Liquidität der betroffenen Unternehmungen, insbesondere also der Banken, ausgeglichen werden, wenn dadurch unbedingt rentable und sichere Geschäfte durchgeführt werden können.

Im übrigen kann ja schon die in normalen Bahnen laufende Umlaufsmittelregulierung mit Hilfe der O.M.P. an der Tatsache scheitern, daß der Ursprung der auf diese Art in den Verkehr gebrachten Noten sehr wenig mit volkswirtschaftlichem Bedarf an Noten zu tun hat, also keinen direkten Zusammenhang mit den wirtschaftlichen Umsätzen aufweist. Am Markte werden doch nur solche Papiere zum Verkaufe angeboten, die der Anbieter hingibt, um seine Mittel zu mobilisieren, oder, wenn er mit dem Erlös ertragreichere Produktionsumwege einzuschlagen hofft. Papiere werden aber auch abgestoßen, wenn das Vertrauen in die Sicherheit derselben verloren geht. Eine Vermehrung des am Markte wirksamen Notenumlaufes tritt dann nicht ein, wenn der Erlös aus dem Verkaufe gehortet wird, sei es in Metall, sei es in Noten.

Umgekehrt ist es, wenn Wertpapiere von der Znb. vom Markte aufgenommen werden. Es ist in diesem Falle nicht unbedingt notwendig, daß sich der Betrag an umlaufenden Noten vermehrt, da die Gründe für eine Abnahme der Wertpapiere nicht immer einem verringerten Bedarf an Noten entspringen. Abgesehen von dem Falle, daß der Ankauf von solchen Papieren mit Mitteln erfolgt,

die bisher gehortet waren, kann gerade dann eine steigende Ankaufslust von Wertpapieren durch den Markt entstehen, wenn der Kurs zunächst sehr niedrig steht, dann aber eine steigende Tendenz aufweist. Damit erhöht sich die Rendite der Wertpapiere stärker, als die Ertragsfähigkeit der Barmittel und Guthaben. Der volkswirtschaftliche Bedarf an Umlaufsmitteln kann trotzdem gleich groß bleiben, nur die verschiedene Beurteilung der mit den Wertpapieren verbundenen Kursrisiken verändert den Notenumlauf.

Gerade gegenüber einer Verringerung der umlaufenden Notenmenge zeigt sich die Schwäche der O.M.P., denn hier liegt die Initiative gar nicht bei der Znb., sondern bei dem Markte, an dem sie als Verkäuferin auftritt. Hier erweist sich die Diskontpolitik wirkungsvoller, da mit dem Ablaufe der Verfallszeit die diskontierten Wechsel auch eingelöst werden müssen. Damit verringert sich der Betrag an umlaufenden Noten oder der vorhandenen Guthaben automatisch um einen entsprechenden Betrag. Ist nur letzteres der Fall, dann wird bei gleichbleibender Liquidität die Fähigkeit einer Bank eingeschränkt, Kredite zur Verfügung zu stellen. Der Umfang an eingereichten Wechseln geht zurück, sodaß es leichter gelingt, den Zahlungsmittelumlauf einzuschränken. Eine automatische Verringerung der umlaufenden Noten tritt daher um so eher ein, je kürzer die Laufzeit der einzelnen Wechsel ist.

Die von der O.M.P. betroffenen Werte können kurzfristig sein oder langfristig. Sind sie kurzfristig, dann ist mit der Einlösung der Schuldverpflichtungen eine Kontraktion des Zahlungsmittelumlaufes ohne Störungen an anderen Teilen des Marktes nur möglich, wenn:

1. die kurzfristigen Schuldverpflichtungen, ebenso, wie die Handelswechsel geschaffen wurden, um privatwirtschaftlich rentable Umsätze zu tätigen. Oder, wenn
2. die nun eingelösten Schuldverpflichtungen mit dem Zeitpunkte der Einlösung auch wirklich als beendet anzusehen sind. Oder wenn
3. die den Schuldverpflichtungen zugrunde liegenden wirtschaftlichen Vorgänge zwar keine direkte privatwirtschaftliche Rentabilität, dagegen indirekt eine volkswirtschaftliche Produktivität (Kapitalbildung) zur Folge haben. Oder, wenn
4. zwischen der gesteigerten volkswirtschaftlichen Produktivität und den Schuldverpflichtungen zwar kein Kausalzusammenhang besteht, wenn jedoch eine aus anderen Gründen vermehrte Produktivität Mittel zur Einlösung freimacht.

Bei langfristigen Werten kommt eine mehr oder minder störungsfreie Kontraktion des Zahlungsmittelumlaufes nur zustande, wenn:

1. der Markt gewillt oder in der Lage ist, solche Werte von der Znb. wieder aufzunehmen. Wenn
2. besondere Vorschriften den Markt verpflichten, Ankäufe durchzuführen. Wenn
3. durch die Znb. die Werte zwar nicht dauernd abgestoßen werden können, dagegen durch Termin- und andere Kreditoperationen der Znb. vorübergehend Noten zuströmen und den Gesamtumlauf für diese Zeitspanne entsprechend verringern.

Eine absolute Notenumlaufsverringerung gelingt in allen Fällen nur dann, wenn es dem Markte nicht, oder nur unter erschwerten Bedingungen möglich ist, seinen Notenbedarf auf andere Weise zu befriedigen.

Die Erweiterung des Zahlungsmittelumlaufes bei Wechseleinreichung setzt voraus, daß tatsächlich auch Bedarf an Umlaufsmitteln besteht, denn der Aussteller eines Wechsels verfügt gewöhnlich nicht über genügend Barmittel. Bei Einlösung der Wechsel wird daher auch wirklich bisher am Markte vorhandene Kaufkraft in Form von Noten aus dem Verkehr gezogen. Dieser Zusammenhang besteht bei einer Regelung des Notenumlaufes durch An- und Verkäufe von Wertpapieren nur in sehr beschränktem Maße. Der Verkauf von Wertpapieren an die Znb. ist eben, im Gegensatz zum Wechseldiskont, noch kein Zeichen einer Nachfrage nach Umlaufsmitteln. Er kennzeichnet oft nur das Bedürfnis, eine Transformation des Kredites vorzunehmen.

Dieser Mangel der O.M.P., eindeutiges Orientierungsmittel für den Zahlungsmittelbedarf zu sein, tritt gegenüber der Diskontpolitik besonders stark zutage. Die bedarfsregulierende Funktion erfüllt bei der Diskontpolitik ein Preis, der Nachfrage und Angebot einer rechnerischen Kontrolle durch die Marktparteien unterwirft. Wenn eine Marktordnung eine den Bedürfnissen entsprechende Regulierung des Zahlungsmittelumlaufes durchführen will, muß sie exakte Wegweiser haben, nach denen sie ihr Handeln richtet. Die O.M.P. selbst liefert diese Anhaltspunkte jedoch nicht; insbesondere dann nicht, wenn die Znb. den Notenumlauf verringern will. Wohl zeigt der Preiszusammenhang die Grenzen ihrer Wirkungsmöglichkeiten auf, nicht aber zeigt er, wann und wo der Einsatz erfolgen muß. Es mangelt somit an einem zuverlässigen Orientierungsmaßstabe für die gesamten Bewegungen des Bedarfes an umlaufenden Noten schon insofern, als es sich um einen Bedarf handelt, der aus innerwirtschaftlichen Gründen entsteht.

Wie gestaltet sich nun die Regelung des Notenumlaufes bei Rücksichtnahme auf die Eingliederung der nationalen Wirtschaft in die internationale Arbeitsteilung? Da im internationalen Verkehr regelmäßg Waren und Leistungen mit Waren und Leistungen bezahlt werden, verändert sich der Kurs der Währungseinheit bei gleichbleibender Goldparität immer dann, wenn im Ausgleiche der zwischenstaatlichen Zahlungsvorgänge Verschiebungen und Änderungen auftreten, die auf Kaufkraftänderungen und Änderungen der Kreditbeziehungen zurückzuführen sind. Im System der Goldwährung sind die dabei auftretenden Schwankungen beschränkt auf die Spanne, die zwischen den beiden Goldpunkten liegt, sonst aber entscheidet die Lage der Zahlungsbilanz im Zeitpunkte der Kursbildung über den Kurs der Währungseinheiten. Letzteres gilt auch bei den anderen Währungssystemen. Ergeben sich bei den Wechselkursen Schwankungen, so wirken sich diese auf den inländischen Bestand an Noten aus. Die den sogenannten Goldautomatismus verursachenden Gründe passen den Notenumlauf an die Bewegungen der Wechselkurse an und gleichen dadurch Kaufkraftverschiebungen durch entsprechende Umlaufsmitteländerungen aus.

Auch in Papierwährungsländern besteht ein ähnlicher Anpassungsvorgang, solange der Wechselkurs sich auf Grund der jeweiligen Marktlage als freier Marktpreis bildet. Umlaufsmitteländerungen, die sich aus einer Änderung des Exportsektors einer Volkswirtschaft ergeben, sind nun mit Hilfe der Diskontpolitik nur in ganz beschränktem Maße und auch nicht direkt zu beeinflussen.

Welche Möglichkeiten stehen demgegenüber der O.M.P. offen?

1. Ergeben sich Goldzuflüsse in stärkerem Maße, so sind diese insofern nicht immer erwünscht, als eine automatische Notenumlaufsmehrung nicht immer gerechtfertigt ist. Dem Zustrom an Gold steht im Inland keine geeignete Nachfrage gegenüber, insbesondere ist der Bedarf an Umlaufsmitteln nicht entsprechend größer. Die Goldbewegungen stellen sich eben meist nicht allein nach wirtschaftlichen Beziehungen ein. Es ist dann, soll eine Schädigung der inländischen Wirtschaft vermieden werden, unbedingt notwendig, Notenumlauf und Goldbewegungen aus ihrer engen Verknüpfung zu lösen. Diese Forderung ist gerechtfertigt, da auch seitens der Anbieter von Gold keine unmittelbare Nachfrage nach Noten besteht, die eingebrachten Mittel vielmehr meist nur eine vorteilhafte Anlage suchen. Erhöht man den Diskontsatz, so würde man evtl. noch mehr Gold anlocken, dafür aber zunächst einen Teil der inländischen Nachfrage nach Umlaufsmitteln abschrecken. Ermäßigt man den Diskontsatz, dann würde man den Goldzustrom nicht immer genügend abschrecken, im Inlande

aber der Spekulation Tür und Tor öffnen. Hier kann nun die O.M.P. helfend eingreifen bei dem Versuche, das zuströmende Gold gegenüber der Umlaufsmittelbewegung zu neutralisieren. Der Vorteil der O.M.P. liegt dabei in dem bereits festgestellten Moment, daß die zuströmenden Mittel nach Anlage suchen, jedoch keinen direkten Bedarf an Umlaufsmitteln darstellen. Man kann daher:

a) den Anbietern von Gold statt der Noten O.M.P.-Werte in Austausch geben; oder
b) den Anbietern zwar Noten auszahlen, gleichzeitig jedoch soviele O.M.P.-Werte am Markte abstoßen, als Kaufkraft zugeströmt ist, um damit gleichzeitig den Notenumlauf entsprechend zu verringern.

2. Desgleichen kann bei Goldverlusten die O.M.P. benützt werden, um den Notenumlauf unabhängig von den Goldbewegungen, nach den Bedürfnissen des Marktes zu regulieren. Verluste an Gold, insbesondere solche, die durch politische Zahlungen internationale Kapitalbewegungen u. dgl. ausgelöst werden, also stoßweise und meistens sogar überraschend auftreten, rufen gewöhnlich im Inlande sogar eine vermehrte Nachfrage nach Umlaufsmitteln hervor. Würde nun mit den Goldverlusten zugleich der Bestand an Umlaufsmitteln verringert, so müßte das zu bedenklichen Störungen führen. Mit Hilfe der Diskontpolitik lassen sich solche Mängel nur beeinflussen, wenn die Znb. auch andere als Handelswechsel diskontiert. Diese Maßnahme ist zwar oft notwendig, sie ist jedoch nicht immer unbedenklich. Werden von der Znb. durch Ankäufe von Wertpapieren dem Markte zusätzliche Umlaufsmittel zur Verfügung gestellt, dann bedeutet dies eine viel sicherere und zudem sofort wirksame Maßnahme für den gesamten Markt. Man verhindert damit überall da, wo zwar Mittel vorhanden, der Mittelabzug jedoch zu Liquiditätsschwierigkeiten geführt hat, Angst- und Panikdispositionen und erleichtert den angestauten Zahlungsmittelbedarf ohne zeitliche Hemmungen. Ebenso verhält es sich, wenn die Devisenbestände abnehmen.

Tritt nun infolge ständiger Goldabflüsse eine Erschöpfung des Goldvorrates ein, dann wird dadurch der Fortbestand der wirtschaftlichen Beziehungen zu anderen Ländern in höchstem Maße gefährdet. Die geschilderten Möglichkeiten einer Politik des regulierten Geldumlaufes, unabhängig von den vorübergehenden Schwankungen des Außenhandels, sind allerdings nur bedingt gegeben, wenn:

a) solche Eingriffe mit der erforderlichen Sorgfalt nach Art und Umfang aufeinander abgestimmt werden. Wenn,

b) die Manipulierung der Umlaufsmittel nicht sofort zu einer Manipulierung der Güterbewegungen führt, das Ausland also nicht zu Gegenmaßnahmen schreitet. Eine solche Politik kann in keinem Falle auf die Dauer die Umlaufsmittelregulierung unabhängig von den Güterbewegungen vornehmen.

Notwendig sind solche besondere Eingriffe aber in jedem Wirtschaftssystem, in dem die Tauschbeziehungen der Nationalwirtschaften zwar durch die Entschlüsse einzelner bestimmt werden, innerhalb der Nationalwirtschaften die Güter- und Kreditbewegungen einer weitgehenden staatlichen Kontrolle unterliegen.

III. Kap.

Offen-Markt-Politik und Kreditmarkt.

Einleitung: Allgemeines zur Frage der Marktordnung.

Je besser entwickelt eine Kreditwirtschaft ist, desto besser zeigen sich Kreditvorrat und -bedarf einer Volkswirtschaft an den Kreditmärkten. Dort kommen Angebot und Nachfrage zum Ausgleich und die Umstände, unter denen dieser Ausgleich erfolgt, wirken wiederum ein auf die Gesamtlage der wirtschaftlichen Beziehungen. Eine Politik, die es sich zur Aufgabe gemacht hat, diese wirtschaftlichen Beziehungen innerhalb einer Volkswirtschaft mitzubestimmen, ist deshalb gezwungen, auch die Regelung des Kreditmarktes so vorzunehmen, daß der auf diesem gebildete Preis für die Mitteldisposition auf solchen Marktverhältnissen aufbaut, die den tatsächlichen Gegebenheiten entsprechen. Mängel, die in der Konstruktion des Marktes und seiner Methoden bedingt sind, müssen möglichst ausgeschaltet werden. Eine Marktordnung erfordert daher zunächst ein Zusammenarbeiten aller jener, die am Markte eine Vermittlerrolle innehaben, also insbesondere der Kreditbanken einerseits und der Znb. andererseits. Wie schon die Darstellung der Möglichkeiten der Zahlungsmittelumlaufsregulierung gezeigt hat, ist dieser Zusammenhang nicht zu isolieren von den Beziehungen, die zwischen Notenumlauf und Kreditmarkt bestehen. Erst aus der anderen Aufgabe, die Kreditmärkte zu beeinflussen, läßt sich der Einfluß auf den Zahlungsmittelumlauf richtig beurteilen. Wie überall an den Märkten, an denen Angebot und Nachfrage zum Ausgleich kommen, entscheidet ein Preis darüber, wie dieser Ausgleich erfolgt. Dieser Preis als Regulator am Kreditmarkt ist der Zins. Indem der Zins als Preis den Ausgleich herbeiführt, greift er ein in das Gefüge jener Zusammenhänge, das die einzelnen Teilmärkte miteinander verbindet und ordnet. Allein der Preis ist nur soweit Bestimmungsgrund für diesen Ausgleich der Märkte, als diese Märkte selbst vom Preise her bestimmt werden. Ist das nicht der Fall, dann versagt auch der Zins als Marktbil-

dungsfaktor. Der Preis ist also auch nur dann Ordnungsfaktor am Markte, wenn dieser selbst funktioniert, d. h., wenn die Menge von Angebot und Nachfrage von der Höhe des Zinses mitbestimmt werden. Die direkte Einflußnahme der Znb. auf Änderungen in der Menge des Kreditangebotes erstreckt sich nur auf eine Regelung des Notenumlaufes. Eine Regelung der Buchgeldmenge entzieht sich ja, wie gezeigt, sehr weitgehend einer direkten Beeinflussung. Das Verhältnis von G_1 zu G_2 wird allerdings entscheidend mitbestimmt durch die Liquidität der einzelnen Banken und durch die Zahlungsgewohnheiten. Nur über eine Einflußnahme auf die Banken kann daher auch G_2 den Wünschen der Znb.-Leitung angepaßt werden. Bei einer Einflußnahme auf die Liquidität der Banken, wird auch die Gestaltung des Kreditmarktes durch die Znb. viel stärker und intensiver. Durch das Kreditwesengesetz vom 5. Dezember 1934 erhielt das Aufsichtsamt die Ermächtigung, „Vorschriften zur Regelung des unbaren Zahlungsverkehrs zu erlassen" (§ 28) und die Höhe der Barreserve der Kreditinstitute festzusetzen (§ 16).

I. Abschnitt.

Geldmarkt und Offen-Markt-Politik.

1. Der am Geldmarkte bestehende Bedarf nach Kredit kann auf folgende Weise durch die O.M.P. befriedigt werden: Kauft die Znb. Staatspapiere an, dann verwandelt sich der Kredit, der bisher von dem Besitzer der Papiere dem Staate gewährt wurde, in einen solchen Kredit, den nun die Znb. dem Staate zur Verfügung stellt. Die frei werdenden Mittel stehen jetzt dem Veräußerer zur Verfügung, entweder in Noten oder als Notenbankguthaben. Die Wirkung dieser Transaktion ist verschieden, je nachdem, ob diese Wertpapiere bisher als zinstragende Anlage oder als Liquiditätsreserve gehalten wurden.

Stammen die veräußerten Wertpapiere aus den Anlagebeständen einer Bank, dann erfolgte der Verkauf, weil eine andere Anlage günstiger ist und mehr Ertrag versprach. Das ist der Fall, wenn Anlagewerte der Banken in Liquiditätsreserven umgewandelt werden, um den Buchgeldumlauf bei steigener Nachfrage zu erweitern. Die Notenbank kann durch diese Ankäufe eine aufsteigende Konjunktur sehr wirksam unterstützen, ohne Gefahr zu laufen, den Kredit übermäßig auszudehnen. Sinn der Transaktion ist, die vorhandenen Mittel zu liquidisieren. Die Finanzierung des Aufschwunges steht also in einem direkten Zusammenhange mit bereits vorhandenen Mitteln. Auch werden durch diese Wertpapierankäufe der Znb. die umlaufenden Noten nur innerhalb sehr enger Gren-

zen vermehrt. Trotzdem darf ihre Wirkung nicht unterschätzt werden.

Es besteht weiter die Möglichkeit, durch solche Ankäufe festgefrorene Werte abzustoßen, die nicht von Anfang an als Anlagewerte gehalten wurden, sondern erst durch die Krise zu solchen geworden sind. Das gibt der ganzen Marktgestaltung Auftriebskräfte von nicht zu unterschätzender Wirkung. Solche Wertpapierankäufe erleichtern vorübergehend den Markt, verschlechtern jedoch für denselben Zeitraum die Notenbankliquidität. Sie können ferner dem besseren Ausgleich der einzelnen Marktdaten dienen, solange, nämlich den Ankäufen entsprechende Verkäufe gegenüber stehen.

Ist eine Bank verpflichtet bei der Znb. ein bestimmtes Guthaben als Liquiditätsreserve zu halten, dann werden die Wertpapierverkäufe vorgenommen, um diese Liquiditätsreserve zu regulieren. Ein Verkauf erfolgt also erst, wenn die Reserve die erforderlichen Grenzen unterschreitet, denn die Bank gibt ja verzinsliche Werte geringer Liquidität hin, gegen unverzinsliche Guthaben besserer Liquidität. Der Verkauf der Papiere bedeutet für die Bank nur eine Umformung der Anlage ihrer Mittel. Die Bank ist dann allerdings in der Lage ihr Kreditvolumen auszudehnen im Verhältnis zu dem ihr nun zustehenden Barguthaben. Allein der Geldmarkt wird dadurch nicht unbedingt verflüssigt, denn die größere Liquidität der Bank tritt nur dann ein, wenn andere Faktoren diese nicht verschlechtern. Außerdem hat die Umwandlung von Sekundärliquidität in Primärliquidität noch keinen direkten Einfluß auf den Geldmarkt, wenn die neugeschaffenen Guthaben nicht in Form von Bargeld abgehoben werden, oder auf ihrer Grundlage Buchgeld neu geschaffen wird. Es ist jedoch möglich, mit Hilfe dieser Verkäufe von Wertpapieren an die Znb. die Mittel des Kreditmarktes zu vermehren, ohne gleichzeitig den Zahlungsmittelumlauf entsprechend auszudehnen.

Solche Wertpapierverkäufe an die Znb. sind ein geeignetes Mittel, um die formelle Liquidität der Banken günstig zu beeinflussen. Daher werden Verkäufe auch sehr oft vorgenommen, um bei Veröffentlichung von Bankbilanzen ein günstiges Bild der betreffenden Unternehmungen vorzutäuschen. Doch auch die materielle Liquidität wird von dieser Transaktion berührt, wenn nämlich bei einer späteren Kreditausweitung durch die Banken, Forderungen anderer Bonität an die Stelle der Wertpapiere treten. Während sich die formelle Liquidität durch die Verkäufe bessert, tritt in einem späteren Zeitpunkt ev. eine Verschlechterung der materiellen Liquidität ein. Dies ist aber ausgeschlossen, wenn infolge der gebesserten Wirtschaftsverhältnisse die Kredite der Banken an die Wirtschaft

auf Handelswechselgrundlage zunehmen. Wenn also die Banken zu Beginn eines Konjunkturaufstiegs ihre festverzinslichen Werte abstoßen und statt dessen Forderungen größerer Liquidität erwerben, dann tritt auch eine allgemeine Erleichterung der Lage der Banken ein. Wie sich die materielle Liquidität der Banken entwickelt, liegt somit trotz der Ankäufe der Znb. innerhalb der Initiative der einzelnen Banken. Die Ankäufe der Znb. beeinflussen in erster Linie die allgemeine Entwicklung.

2. Welche Wirkungen haben die Verkäufe von Wertpapieren durch die Znb.?

Die direkte Einflußnahme auf die Liquidität der Banken ist durch sie viel geringer, als man im Einzelfall annehmen möchte.

Trotzdem ist sie in sehr weitem Umfange möglich, wenn die Wertpapierverkäufe in einem Zeitpunkt erfolgen, in dem es für die Banken keine geeigneten Anlagen gibt. Werden die Papiere zu Preisen angeboten, die den Markt verleiten, seine Mittel in Staatsanleihen anzulegen, dann verändert das die Marktlage in größtem Umfange. Die Znb. ist dadurch in der Lage, das Angebot an Mitteln des Geldmarktes zu verknappen, und überschüssige Mittel so festzulegen, daß damit eine allgemeine Beruhigung am Markte bewirkt wird. Denn der ständige Wechsel in der Anlage flüssiger Mittel beunruhigt sonst das Wirtschaftsleben. Nun wird die Spekulation eingeschränkt und die Mittel, die bisher am Geldmarkt planlos angeboten wurden, werden z. T. auf den Kapitalmarkt übergeleitet.

Die Bezahlung der auf dem Markt angekauften Papiere verringert den Bestand an umlaufenden Noten, schränkt also den Umfang der zur Verfügung stehenden Kredite ein. Hat die kaufende Bank die Mittel bisher als Notenbankguthaben gehalten, oder ist der Ankauf mit Mitteln erfolgt, die bisher nicht zinsbringend angelegt waren, dann verringert der Ankauf der Papiere durch die Bank zwar nicht direkt den Notenumlauf, sondern höchstens den Betrag von ausstehenden Noten. Der Einfluß auf die Gesamtlage der wirtschaftlichen Beziehungen ist jedoch ähnlich dem der verringerten Giralgeldschöpfung.

Die Veränderung von Kreditangebot und -nachfrage durch die Znb. erfolgt bei der O.M.P. nicht unmittelbar über den Faktor Zins. Die Znb. orientiert ihre Maßnahmen vielmehr auf Grund einer subjektiven Einschätzung der jeweiligen Wirtschaftslage. Aktiv ist das Vorgehen der Znb. nur solange, als sie den Anbietern oder Nachfragern nach Kredit vorteilhaftere Bedingungen verschafft, als sie sonst am Markte zu finden sind. Die Initiative für die O.M.P. liegt zwar bei der Znb., ob aber diese Initiative am Markte wirksam wird, darüber entscheidet der Markt selbst und nicht die Znb.

Eine aktive Kreditpolitik, welche die Kreditmärkte bewußt verändert und bestimmt, ist also mit der O.M.P. nur in ganz beschränktem Umfange möglich.

Der Verkauf der O.M.-Werte hat für den Geldmarkt folgende Nachwirkungen:

1. Er kann zu einer Verlagerung der kreditgebenden Stellen führen. Der Bankkredit wird ersetzt durch Mittel der Znb., die man sich mit Hilfe des Diskonts verschafft.
2. Er kann weiter dazu führen, daß die kreditsuchenden Marktparteien ihre sonstigen eigenen Mittel mobilisieren und als unmittelbare Nachfrager nach Kredit ausscheiden.

Werden nur soviele Werte abgestoßen, als am Geldmarkt überflüssige Mittel vorhanden sind, dann unterstützt der Verkauf der Papiere eine sinngemäße Kapitalleitung, verhindert spekulative Übertreibungen und sichert eine ausgeglichene Marktlage. Diese, den Geldmarkt ausgleichende Politik der Znb. ist von nicht zu unterschätzender Bedeutung, wenn Mittel des Geldmarktes auf den Kapitalmarkt übergeleitet werden sollen. Sie erhält ihre besondere Bedeutung in den Ländern, in denen die O.M.P. nicht nur eine cheap-money-Politik ist, sondern, wie in Deutschland und Japan, eine Politik, um Mittel und Finanzierungsquellen für den Aufschwung zu erschließen.

3. Welchen Veränderungen unterliegen die einzelnen Geschäftszweige einer Bank infolge der ständigen An- und Verkäufe von Wertpapieren durch die Znb.?

Gewöhnlich zeigen sich die regelnden Wirkungen der Znb. am Geldmarkt, wenn sie den Diskontsatz verändert oder den Diskont sonstwie beeinflußt. Die Banken rediskontieren ihre Wechsel bei der Znb. nur, wenn Bargeldbedarf besteht. Je mehr gute Wechsel im Portefeuille einer Bank sind, desto liquider ist diese. Ist die Gesamtlage am Markt sehr freundlich, dann reichen die Banken ihre Wechsel erst kurz vor Verfall zum Rediskont ein, um sich das umständliche Geschäft des Einzugs zu ersparen. Eine Znb., die dennoch ihren Einfluß am Geldmarkt durchsetzen will, steht diesen Tatsachen meist sehr hilflos gegenüber, weil sie den Geldmarkt nur sehr langsam und nur über eine starke Diskontsteigerung verknappen kann. Außerdem wird der Gesamtverlauf der wirtschaftlichen Entwicklung durch überhöhte Diskontumsätze stärker gestört, als unterstützt. Auch ist es möglich, daß durch Zugang ausländischer Mittel die Diskontsteigerung wirkungslos gemacht würde.

Werden bei dieser Sachlage von der Znb. systematisch Wertpapiere am Markte abgestoßen und dadurch die Überfülle am Geldmarkt eingeengt, dann kann eine Diskontänderung den Markt viel

stärker beeinflussen. Die O.M.P. hilft also Diskontänderungen am Markte vorzubereiten. Diese Maßnahmen wirken allerdings wieder verschieden, je nachdem ob die Banken verpflichtet sind ihre Reserven bei der Znb. zu halten oder nicht. Im ersten Fall verknappen sich mit dem Verkauf der Papiere die Guthaben der Banken bei der Znb., die Buchgeldschöpfung wird eingeschränkt und sie schreiten sofort zu Wechseleinreichungen. Werden bei der Znb. keine Reserven gehalten, dann tritt die kreditverknappende Wirkung der Wertpapierverkäufe nicht immer unmittelbar zutage.

Es ist weiterhin sehr wichtig, ob die Wertpapiere von den Banken auf eigene Rechnung, oder für Rechnung ihrer Kunden gekauft werden. Werden die Papiere für Rechnung der Kunden gekauft, dann verringern sich dadurch die Depositen der Banken in entsprechendem Umfange. Kauft die Bank für eigene Rechnung, dann ändern sich zwar nicht ihre Depositen, doch werden die ihr zur Verfügung stehenden Mittel ebenfalls gebunden. Nur dann, wenn keine gesetzliche Verpflichtung besteht, eine bestimmte Reserve zu halten, ist es einer Bank möglich ihre Aktivgeschäfte noch weiter auszudehnen, auf Kosten einer verschlechterten Liquidität. Der Unterschied ist daher nur graduell. Möglich wird diese zusätzliche Kreditgewährung in jedem Fall, weil durch die O.M.P. die Anlagen der Bank eine größere Marktfähigkeit erhalten haben. Der Sinn der O.M.P. besteht also, — und das ist die strukturändernde Bedeutung derselben, — in einer Umformung des Verhältnisses von $G_1 : G_2$, von Bargeld zu Buchgeld, indem sie die Liquiditätsquoten innerhalb der einzelnen Bank ändert. Dies bedeutet zunächst bei Einführung der O.M.P. unbedingt einen Fortschritt, denn die Verflüssigung festgefrorener Mittel ist noch keine Kreditausweitung.

Weiterhin macht es die O.M.P. möglich, daß die Unternehmen, die sich in der Krise ihre notwendigen Barmittel durch Finanzwechsel beschafft hatten, statt dessen die in ihrem Besitz befindlichen Wertpapiere an den Markt oder an die Znb. abstoßen. Der Umlauf an Finanzwechseln geht daher zurück; ebenso der Bestand bei der Znb. Für die Banken kann deshalb die Anlage von Wertpapieren als Liquiditätsgrundlage fast ebenso geeignet sein wie der Wechsel. Ob die Liquidität tatsächlich größer ist, hängt jedoch von dem Willen der Znb. ab. Es werden durch sie keine Mittel wirtschaftlich mobilisiert. Das bedeutet, daß die Verflüssigung der Banken umso weniger aus der Wirtschaft selbst erfolgt, je mehr das Portefeuille einer Bank aus solchen Wertpapieren besteht. Dadurch wird die Znb. immer mehr letzter Rückhalt des Geldmarktes. Jedenfalls legen die Banken nun kein so großes Gewicht mehr auf Anlagen, die nur ihrer flüssigen Form wegen ge-

halten werden. Die Entwicklung drängt schließlich dazu, den Ausgleich der Fristigkeiten der Forderungen immer mehr über die Znb. herbeizuführen. Der direkte Ausgleich zwischen den Banken wird trotzdem nicht verhindert; er wird nur bei den einzelnen Kreditoperationen zurückgedrängt. Eine Folge dieser Tatsache ist es, wenn die einzelne Bank sich den veränderten Marktlagen nicht mehr in gleichem Maße anpaßt. Weiter scheint es, als ob auch der Wechsel als Sekundärliquidität im Portefeuille der Banken an Bedeutung verlieren müßte. Zeitlich ist der Vorgang ja umgekehrt. Erst der Mangel an Anlagemöglichkeiten veranlaßt die Banken Wertpapiere zu kaufen. Wenn man die O.M.P. beschuldigt, daß durch sie die Bestände an Wechseln bei den Banken zurückgehen, dann meint man allerdings etwas anderes.

Die Ankaufspolitik der Znb. verflüssigt nämlich meist den Markt in einem Zeitpunkt, in dem die Nachfrage noch nicht steigt. Sie macht es möglich, daß Unternehmen, die sonst Wechselkredite in Anspruch nehmen müßten, ihren Bedarf ev. durch Verkauf von Anlagemitteln decken. Die Wechseleinreichungen gehen daher tatsächlich vorübergehend zurück. Bei den Banken erhöhen sich jedoch alsbald die Bestände an guten Handelswechseln. Die Banken stoßen einen großen Teil ihrer Bestände an Wertpapieren ab und rediskontieren dafür weniger Wechsel bei der Znb. Das besonders dann, wenn der Zinsentgang beim Rediskont größer ist, als die Aussicht auf Kursgewinne bei den Wertpapieren. Infolgedessen geht der Einfluß der Diskontpolitik auf die Marktlage bei Anwendung der O.M.P. zurück und das Wechselportefeuille der Znb. vermindert sich weiter. Die guten Handelswechsel verlieren mit Einführung der O.M.P. keineswegs an Ansehen bei den Bankleitungen. Auch die Entstehung guter Warenwechsel braucht nicht unbedingt eingeschränkt zu werden.

Eine besondere Stellung nimmt allerdings das Wechselmaterial ein, das bisher konjunkturpolitisch von größter Bedeutung war für die Finanzierung des Aufschwungs. Die enge Verbindung der deutschen Banken mit der Industrie brachte es mit sich, daß die Banken in großem Umfange der Industrie Kredite zur Verfügung stellten, welche nicht unbedingt als kurzfristige Forderungen angesehen werden konnten, denn diese Kredite wurden meist zu Investitionen benützt. Es ist übrigens belanglos, ob diese Kredite in Form von Wechseln oder als Buchkredite gegeben wurden. Entscheidend ist nur, daß diese Mittel seitens der Banken ohne Bedenken gegeben worden sind, weil sie damit rechneten, diese Kredite später am Markte zu konsolidieren in Form einer Emission. Für die deutschen Banken bedeutete dieses Verfahren lange Zeit eine der ertragreichsten Bankoperationen. In einer jahrzehntelangen Tätig-

keit hat gerade unser Banksystem auf diesem Gebiete eine wirklich segensreiche Tätigkeit entfaltet. Der Einfluß der O.M.P. auf solche Transaktionen und damit auf die Entstehung von Wechseln und Buchforderungen ist dabei folgender:

1. Wird die O.M.P. eingesetzt als Methode der Kreditmarktlenkung mit dem Ziel die Finanzierung privater Investitionen zu unterstützen, dann bestehen für die Banken keine Bedenken, auch fernerhin der freien Wirtschaft auf solche Art Kredite zur Verfügung zu stellen.

2. Wird die O.M.P. eingesetzt um eine staatliche Wirtschaftsbetätigung zu finanzieren, dann schränkt das die Banken ein, auch weiterhin der freien Wirtschaft auf diese Weise Kredite zur Verfügung zu stellen. Die Znb. bedient sich ja bei ihren Operationen eines Wertpapiers, das auf dem Staatskredit fußt, und das bei pfleglicher Behandlung durch die O.M.P. auch besondere Vorteile genießt, die der Staat gewöhnlich ausnützt. Damit wird der Sektor der öffentlichen Wirtschaft bei seinen Ansprüchen an Geld- und Kapitalmarkt wesentlich gestärkt. Die Folge dürfte also tatsächlich eine weniger aktive Zusammenarbeit zwischen den einzelnen Banken und der Privatindustrie sein. Ist diese Entwicklung einmal eingeleitet, dann bedeutet sie eine grundlegende Änderung für die Finanzierung der gesamten Wirtschaft.

Für die Befriedigung der Kreditbedürfnisse des Staates vermag die O.M.P. am Geldmarkt eine besonders wichtige Hilfestellung zu leisten. Durch die Ankäufe von Wertpapieren wird zunächst der Staatskredit unterstützt, sodaß mit eintretender Verflüssigung der Märkte auch die Bereitschaft wächst, verfügbare Mittel dem Staate zur Verfügung zu stellen. Je stärker die intervenierende Politik der Znb. spürbar wird, desto mehr können auch größere Beträge zu verhältnismäßig geringem Zins und Risikozuschlag am Markte verfügbar gemacht werden. Beschränkungen ergeben sich aus der Erfahrungstatsache, daß ein flüssiger Geldmarkt für ein und dieselbe Kapitalanlage sehr bald eine gewisse Aufnahmemüdigkeit zeigt. Eine gesunde Mischung der Anlagen wird in jedem Fall bevorzugt. Je länger die O.M.P. betrieben wird, desto mehr wenden sich die Banken der Finanzierung des öffentlichen Bedarfs zu. Sie werden dadurch immer mehr zu Investmenttrusts, jedoch mit dem Unterschied, daß die in Wertpapieren angelegten Bankdepositen auf kurze Frist kündbar und zurückzuzahlen sind, während das bei den Anlagen der Investmentstrusts nicht der Fall ist[18]).

Tritt umgekehrt der Staat am Geldmarkt als Anbieter von verfügbaren Mitteln auf, z. B. nach Steuerzahlungsterminen, so fügt

[18]) Vergl. National City Bank: Economic Conditions 1935 Seite 117.

sich dieses Angebot nicht organisch in die Marktlage ein. Auch der spätere Abruf, für Zwecke des Haushalts, steht mit der wirtschaftlichen Entwicklung meist nur sehr wenig im Zusammenhang. Somit würde die Geldmarktlage den tatsächlichen Vorgängen nicht gerecht werden. Hier nützt ein entsprechender Einsatz der O.M.P. mehr, als die Diskontpolitik. Gerade solchen unorganischen und plötzlichen Veränderungen gegenüber wirkt eine Änderung des Zinses nur sehr wenig ausgleichend. Starke Veränderungen desselben sind überdies aus allgemein wirtschaftlichen Rücksichten nicht geboten.

4. Der Zinssatz und zwar sowohl der Nominalzins, als auch der Realzins, wird durch das Zusammenwirken von Diskontpolitik und O.M.P. stark beeinflußt. Dabei kann die O.M.P. folgende Hilfsdienste leisten:

1. Sie erleichtert und unterstützt das Bestreben die unproduktiven Horte aufzulösen, indem sie z. B. durch ihre enge Zusammenarbeit mit dem Markte das Vertrauen des Publikums günstig beeinflußt.
2. Sie führt dem Markte durch ihre Ankäufe neue flüssige Mittel zu, verbessert damit die Liquidität der Banken, macht sie geneigter Kredite zu gewähren und hilft so den Zinssatz zu senken.
3. Sie ermöglicht es den Banken, ev. mit schwankenden Reservesätzen zu arbeiten, steigert dadurch die Elastizität des Kreditangebots und verhindert Ansätze zur Marktzinssteigerung.
4. Sie fördert den Ausgleich der einzelnen Geldmarktteile und mobilisiert dadurch unausgenützte Kreditmöglichkeiten. Die zusätzliche Kreditschöpfung der Banken und der Zentralnotenbank gelingt mit ihrer Hilfe besser, weil sie den Zahlungsmittelumlauf gut zu regulieren vermag. Auch dadurch wird die Preisbildung am Geldmarkt erleichtert.
5. Sie macht Änderungen des Banksatzes wirksamer, weil das gesamte Kreditmarktgefüge in stärkere Abhängigkeit von der Zentralnotenbank kommt. Die marktbildende und markterweiternde Funktion der O. M.P. zeigt sich in der besseren Organisation der einzelnen Märkte.

Durch all das wird die Preisbildung günstig beeinflußt; zinssenkende Tendenzen werden ausgelöst, während zinssteigernde Momente soweit als möglich ausgeschaltet werden. Auch Risikofaktoren können auf ein Minimum beschränkt werden. Der mit Hilfe der O.M.P. manipulierte Marktsatz wird deshalb noch viel mehr, als bisher von dem Banksatz beeinflußt. Er ist weitgehend von internationalen Schwankungen gelöst und nicht mehr das Ergebnis

von Zufallserscheinungen und spekulativen Übertreibungen. Wenigstens sollte er es nicht sein, nach Meinung derer, die die O.M.P. befürworten.

Da die O.M.P. es gestattet den Kredit aus eigener Initiative zu erweitern, so hat man deren zinssenkende Kraft darauf zurückgeführt. Es ist nicht Aufgabe dieser Darstellung auf solche, die allgemeine Wirtschaftstheorie betreffende Fragen einzugehen. In diesem Zusammenhang muß jedoch auf ein Bedenken hingewiesen werden, das gegenüber der O.M.P. vorzubringen ist: Der Preis, als volkswirtschaftliche Funktion hat die Aufgabe jene Nachfrage vom Markte fernzuhalten, welche nicht in der Lage ist, diesen Preis als Kostenfaktor in die Wirtschaftsrechnung einzufügen. Er ist für Anbieter und Nachfrager Orientierungsmaßstab, um so zu handeln, daß die von ihnen getroffenen Maßnahmen auch wirklich die vorteilhaftesten sind. Kapitalmarktwerte kennen den isolierten Zins als Preis nicht. Damit wächst die Unsicherheit am Markt, denn die einzelnen Vorgänge des Wirtschaftslebens lassen sich ohne diesen Preis nicht mit derselben Genauigkeit auf ihre Berechtigung und Zweckmäßigkeit hin beurteilen. Je länger, je mehr, macht sich ein Zustand bemerkbar, indem die Wirtschaftsrechnung auf Kosten einer behaupteten erhöhten Produktivität beiseite geschoben wird. Infolge dieses Mangels lassen sich alle Auswirkungen der O.M.P. zeitlich erst viel später beurteilen, nämlich dann, wenn sie sich an den Teilen des Marktes auswirken, an denen die Preisbildung solchen Verzerrungsmöglichkeiten nicht unterliegt. Solange nun die Methoden einer exakten Wirtschaftsrechnung versagen, ist es fast unmöglich, den Umfang der Kreditschöpfung auf das richtige Maß zu beschränken.

II. Abschnitt.

Kapitalmarkt und Offen-Markt-Politik.

1. Durch Tradition und Gesetz waren in den einzelnen Ländern die Aufgaben der Zentralnotenbanken bisher auf den Geldmarkt bschränkt. Heute gilt das für die Notenbankpolitik der bedeutendsten Staaten der Welt nicht mehr. Besonders die O.M.P. und ihre Folgen haben die Pflichten und Befugnisse der Znb. um die Fragen einer Kapitalmarktpolitik erweitert.

Wird die O.M.P. eingesetzt, um die Verhältnisse an den Kreditmärkten zu regeln, dann ist damit gewöhnlich auch eine entsprechende Kurspflege verbunden. Die O.M.P. kann jedoch auch ohne diese Kurspflege erfolgen.

Der Kurs eines Wertpapieres ist ein Preis; die Kursbildung erfolgt daher nach den Gesetzen der Preisbildung. Zwar sind die

Bestimmungsgründe dieser Preisbildung vielgestaltig, letzten Endes aber entscheidet der Zinsfuß, der für Anlagen ähnlicher Art verlangt wird. Die Entstehung des einzelnen Preises wird noch durch die jeweilige Lage am Markte und durch die Tendenz bestimmt, der die Entwicklung am Markte zustrebt[19]). Diese Gesamttendenz ist ihrerseits stark beeinflußt, außer durch den Zinssatz für Anlagewerte, vor allem durch die Zinssätze des Geldmarktes. Die Richtigkeit dieser Behauptung wird zwar z. T. geleugnet, doch daß hier Beziehungen bestehen, ist nicht zu widerlegen[20]). Streit besteht mit Recht über die Intensität dieser Beziehungen.

Die Kurspflege mit Hilfe der O.M.P. erfolgt daher schon dann, wenn

a) die O.M.P. am Geldmarkt das Risiko vermindert und eine ausgeglichene Marktlage sichert;
b) dann, wenn sie die rein psychologische Verfassung des Geldmarktes günstig beeinflußt.

Die Wirkungen der O.M.P. lassen sich überdies auch bei den „anderen Bestimmungsgründen des Kurses" feststellen. Es handelt sich dabei u. a. auch um rein markttechnische Einflüsse, z. B. die Bereitwilligkeit der Banken Börsenkredite zur Verfügung zu stellen.

Die Kursentwicklung wird besonders beeinflußt durch die Tatsache, daß das Publikum bei Anwendung der O.M.P. von der Voraussetzung ausgeht, daß die Wertpapiere nur dann ein brauchbares Instrument für die neue Methode darstellen, wenn die Znb. sich bemüht größere Kursänderungen zu vermeiden. Diese Annahme des Publikums schafft das Vertrauen in die Sicherheit der Kursentwicklung.

Die Notwendigkeit einer konstanten Kursentwicklung hindert übrigens nicht, daß sich der Kurs an Hand der gegebenen Marktdaten auspendelt. Sie bedeutet nur die notwendige Ergänzung für die Sicherheit der benützten Papiere, welche im Rahmen des gesamten Banksystems eine so bedeutende Funktion erfüllen. Nur dann, wenn die benützten Papiere sicher, rentabel und liquide sind, können sie am Markte ihre regulierende Funktion erfüllen. Will man auf dem Wege über eine Steigerung der Elastizität der Märkte einen besseren Einsatz der zur Verfügung stehenden Mittel erreichen, dann kann dies nur erfolgreich durchgeführt werden, wenn auch die beteiligten Organe einer solchen Politik, also insbesondere die Banken, nicht zu sehr mit Risikofaktoren belastet werden.

Wichtigste Aufgabe am Kapitalmarkt ist es darum, einen umfangreichen Interessentenkreis für die O.M.P.-Werte zu schaffen.

---

[19]) Vgl. Hwb. d. Bkw. S. 340; Art. Kursbildung.
[20]) Vgl. F. Somary: Bankpolitik. Tübingen 1934³. S. 252 ff.

Dadurch kann es gelingen, die Rendite der betreffenden Papiere allmählich auszugleichen. Der Ausgleich der Erträge ist eine Aufgabe, die die wesentlichsten Voraussetzungen für eine Gesundung des Kapitalmarktes sicherstellt. Wenigstens der Tendenz nach, sollte daher für Anlagepapiere gleicher Sicherheit ein gleicher Nominalzinsfuß erreicht werden.

2. Wie steht nun das tatsächliche Eingreifen der Znb. damit im Einklange?

I. Es können zunächst Wertpapiere gekauft werden, wenn am Markte die Kurse für sie fallen. Wie groß diese Käufe sein müssen, um die sinkende Tendenz abzudämmen, hängt ganz vom Umfange der angebotenen Papiere ab. Ankäufe bewirken jedenfalls eine Vertrauensstärkung und verflüssigen den Geldmarkt. Damit hemmen sie die am Markte bestehende Neigung zu Kursrückgängen. Mit solchen Käufen kann jedoch kein Einfluß ausgeübt werden auf Mängel, die den Papieren selbst anhaften. Auf die Dauer kann also kein Kursstand gehalten oder erreicht werden, welcher den Gesetzen der Preisbildung entgegensteht. Es kann daher trotz der O.M.P.-Käufe der Znb. der Kurs weiter sinken, er kann gleich bleiben oder er kann steigen. Sinkt der Kurs weiter trotz der Ankäufe der Znb., dann kann dies verursacht sein durch folgende Momente:

a) Sind die allgemeinen Ertragsaussichten innerhalb der Wirtschaft größer, als die der betreffenden Wertpapiere, so kann der Kurs nur so lange sinken, bis die Rendite durch den Kursrückgang steigt und die bestehende Differenz ausgleicht. Da die Risikobelastung meistens verschieden ist, erfolgt eine vollständige Angleichung gewöhnlich nicht und ist auch theoretisch bei gleicher Risikobelastung nur annähernd möglich.

b) Haben die Banken im vorhergehenden Stadium zu große Bestände an Wertpapieren angesammelt, so ist es denkbar, daß sie einen Teil dieser Papiere abstoßen müssen, um funktionsfähig zu bleiben, auch wenn dies um den Preis eines Kursverlustes erfolgt. Ob die Banken mit absolutem Verlust verkaufen, hängt davon ab, ob sie diese Papiere zu niedrigeren oder höheren Kursen erworben haben. Ist dem Kursrückgang eine Periode steigender Kurse vorangegangen und hat diese überhöht, gegenüber ihrem tatsächlichen Werte und kauft die Znb. nun bei sinkenden Kursen, so bedeutet dies für sie ohne Zweifel einen privatwirtschaftlichen Verlust. Es kann jedoch sein, daß mit Rücksicht auf eine Vertrauensstörung, oder sonstige Erwägungen, z. B. im Interesse der Liquiderhaltung der Banken usw., der Znb. eine solche Politik vom volkswirtschaftlichen Standpunkte aus zweckmäßig erscheint. Al-

lerdings darf es sich hier nur um einmalige Eingriffe handeln. Sobald sie zu einer Dauererscheinung wird, oder gar als eine neue Methode der Wirtschafts- und Kreditpolitik der Znb. hingestellt wird, müssen gegen sie die schwersten Bedenken geltend gemacht werden. Ebenso ist es, wenn man den Banken empfiehlt, im Interesse einer sorgsamen Politik des Konjunkturausgleichs Wertpapier-An- und Verkäufe vorzunehmen, unabhängig von den jeweiligen Ertragsaussichten. Eine solche Politik ist in ihrem Umfange schon allein durch die notwendige Rücksicht der Banken auf ihre eigenen Mittel beschränkt. Sie ist abzulehnen, weil sie die am Markte in Erscheinung tretenden Preise vorübergehend verzerrt und zu Kapitalfehlleitungen führt. Die Funktion des Zinses, das Kapital dahin zu lenken, wo es auf die Dauer den volkswirtschaftlich höchsten Ertrag abwirft, kann nicht ersetzt werden durch die subjektive Meinung derer, die über die Verteilung der Mittel nun nach eigenem Gutdünken entscheiden sollen. Die Dinge des Seinsollens oder -wollens müssen im Wirtschaftsleben ihre Existenzberechtigung wenigstens in grundsätzlichen Fragen an eindeutigen Faktoren, d. h., im Preissystem beweisen, wenigstens solange, bis ein neues Ordnungsprinzip erkannt wird, das dieses zu ersetzen vermag. Wenn eine Znb. vorübergehend von diesen Prinzipien abweicht, so ist das im Einzelfalle begreiflich. Aus solch einem Handeln aber grundsätzlich neue Erkenntnisse ableiten zu wollen, geht nicht an. Eine ausgleichende Politik der Znb. und der Banken, auch bei sinkenden Kursen Wertpapiere anzukaufen, ist nicht geeignet dazu, eine volkswirtschaftlich gerechtfertigte Kapitalmarktregelung vorzunehmen. Zwar werden dem Geldmarkte auf diese Weise Mittel zugeführt, die vielleicht eine ganze Reihe von Auftriebskräften mobilisieren können. Solange die Sicherheit einer Währung gleichzeitig verbunden ist mit der Sicherheit der zur Geldmarktsverflüssigung angekauften Papiere und insbesondere die Mittel der Znb. selbst sehr beschränkt sind und schon ein geringer Verlust dieselbe zu illiquidisieren vermag, solange können auch vom Geldmarkte keine belebenden Wirkungen auf die Gesamtwirtschaft übertragen werden. Insbesondere werden nun alle jene Risikofaktoren, welche bei Einführung der O.M.P. eingeschränkt wurden, erneut am Markte sichtbar, nur mit dem Unterschiede, daß nun viel stärkere Störungen und Schwankungen die gesamte Wirtschaft belasten.

II. Bewirken die Ankäufe der Znb. ein Steigen der Kurse, dann bedeutet dies, daß ein Einfluß des Geldmarktes auf die Kursbildung am Kapitalmarkte besteht. Dies umsomehr, nachdem allgemein bei einem flüssigen Geldmarkte und sinkenden Geldmarktsätzen, die Erträge aus kurzfristigen Anlagen sinken. Damit be-

steht für den Anbieter am Geldmarkte ein Anreiz, ihre aus Liquiditätsrücksichten dort gehaltenen Mittel auf den Kapitalmarkt überzuführen, da sie dort bei steigenden Kursen erhöhte Gewinnchancen haben. Überdies werden Mittel des Geldmarktes auf den Kapitalmarkt nur übergeleitet, wenn ein sehr niedriger Privatdiskontsatz besteht.

Ein Steigen der Kurse bewirken die Ankäufe der Znb. auch deshalb, weil mit dem Eingreifen der Znb. in die Kursbewegung der festverzinslichen Werte ein großer Teil des Kursrisikos verschwindet. Wo auch die O.M.P. bisher noch gehandhabt worden ist, immer bemühte sich die entscheidende Stelle der Znb., die Kurse der Festverzinslichen durch ausgleichende Käufe zu stabilisieren und vorübergehende Schwankungen bei Angebot und Nachfrage auszuschalten. Nicht in der Übernahme großer Beträge, sondern in der ausgleichenden Politik einer ständigen Pflege des Kapitalmarktes, bestehen die besonderen Vorteile der O.M.P. zur Unterstützung des Geld- und Kreditwesens. Meist sind diese Wirkungen allerdings nicht direkt festzustellen, da in den Notenbankberichten z. B. auch in Deutschland nur die Bestandsziffern, nicht jedoch die Bewegungsziffern auf dem Wertpapierkonto im Verlaufe von zwei Berichtsdaten bekannt gegeben werden. Durch die besondere Kurspflege darf in keinem Falle ein Kursstand erzeugt werden, der nichts mit dem wahren Werte der Papiere zu tun hat und der zu Kapitalfehlleitung drängt. Die Gefahr, hier mehr zu tun, als es den volkswirtschaftlich zweckmäßigen Überlegungen entspricht, ist besonders groß, wenn der steigende Staatsbedarf immer mehr Mittel erheischt und wenn die, mit Hilfe der O.M.P. zusätzlich auf den Markt für Staatspapiere gerufene Nachfragerschicht nunmehr ihre Mittel nicht mehr dem Teil der Wirtschaft zuwendet, dem er den normalen Ertragsaussichten nach zufließen müßte. Es verschiebt sich also die Bedarfsbefriedigung mit Mitteln des Kapitalmarktes, verursacht durch das stärkere Vertrauen, das der Staatskredit nun genießt. Für das Publikum wird nämlich das Maß von Vertrauen, das den Schuldverschreibungen des Staates entgegengebracht wird, meist nicht so sehr bestimmt, durch die wirkliche Finanzgebarung des Staates, als durch die psychologischen Einwirkungen und besonderen Vorteile im Augenblicke des Ankaufes. Die Gefahr ist sehr groß, daß aus augenblicklichen Überlegungen heraus, die durch eine künstlich hergestellte Kapitalmarktlage bestimmt sind, ein Kapitalbedarf befriedigt wird, der im Vergleiche zu der Dringlichkeit des Bedarfs der übrigen Wirtschafter nicht berechtigt ist.

III. Werden die O.M.P.-Ankäufe durchgeführt, wenn am Markte die Kurse der betreffenden Papiere selbst schon steigen, dann sind die Wirkungen einer solchen Politik folgende:

a) Zunächst verstärkt sich die bestehende Tendenz zu weiteren Kurssteigerungen und das Angebot verknappt sich weiter. Die Kurssteigerungen kommen allerdings allmählich zum Stillstande, falls keine spekulativen Übertreibungen eintreten; insbesondere wenn die Papiere bereits über pari stehen und ihr Nominalzins dem landesüblichen Zins entspricht. Alle weiteren Ankäufe der Znb. verflüssigen den Geldmarkt weiter und stauen dort Kapitalmarktmittel an, die alsbald wieder Anlage auf dem Kapitalmarkte suchen. Werden gleichzeitg vom Staate und vom öffentlich-rechtlichen Sektor der Wirtschaft keine neuen Kreditansprüche an den Markt gestellt, dann kommen die so angestauten Kapitalmarktmittel dem privaten Investitionsbedarf zugute. Das Eingreifen der Znb. kann also auch erfolgen, um Mittel des Marktes für eine berechtigte Nachfrage der Privatindustrie bereitzustellen.

b) Der Ankauf der Papiere bei steigenden Kursen durch die Znb. begünstigt die Spekulation besonders, wenn die betreffenden Papiere bereits über pari stehen. Stehen sie noch unter pari, dann können für die Ankaufspolitik u. a. folgende Ursachen maßgebend sein: Die Tendenz des Marktes soll verstärkt werden und durch die Kurspflege soll für die Operationen am offenen Markte eine größere Basis geschaffen werden. Es soll ferner der Markt vorbereitet werden für eine evt. stattfindende Neuemission von Werten, oder es sollen bisher nicht mehr marktfähige Werte neu am Markte eingeführt werden. Damit die Kursbildung solcher Wertpapiere das Gefüge des Marktes nicht stört, bedarf es einer besonders pfleglichen Unterstützung. Schließlich soll durch die Ankäufe evtl. der Pari-Stand erreicht werden, damit die Rendite gesenkt wird auf das bereits in der Volkswirtschaft bestehende Zinsniveau, oder es soll aus der Renditensenkung am Markte für Staatspapiere eine allgemeine Zinssenkung an den übrigen Märkten ausgelöst werden. Ein Eingreifen in dieser Hinsicht ist zu empfehlen, wenn der Staat eine Konversion seiner Schuldverpflichtungen durchführen will.

Allgemein ist zu diesen Punkten festzustellen:

Die Banken werden durch diese Ankaufspolitik der Znb. verflüssigt in einem Zeitpunkte, in welchem die allgemeine Nachfrage nach Krediten von den Banken auch ohne Unterstützung der Znb. sehr weitgehend befriedigt werden kann. Eine der Hauptwirkungen dürfte also sein, daß sich die Banken im weitesten Umfange bereit erklären, Kredite direkt an die Wirtschaft zu gewähren. Eine

gleichzeitig erfolgende Aufwärtsentwicklung der Wirtschaft wird durch die Banken solange unterstützt, bis die an die Wirtschaft gegebenen Kredite weniger rentabel erscheinen, als die Erträge der O.M.-Papiere bei gleicher Marktfähigkeit der Schuldtitel und gleicher Risikobelastung. Eine solche Politik der Znb. kann nun auf ganz verschiedenen Gebieten des Wirtschaftslebens beabsichtigte Veränderungen hervorrufen.

Der Kernpunkt der O.M.P. am Geldmarkte liegt nach Ansicht ihrer eifrigsten Befürworter darin, daß sie eine Politik der flüssigen Märkte, eine Politik des billigen Geldes und der liquiden Banken darstellt. Wenn man zunächst von den eigentlichen, den kunjunkturpolitischen Zwecken, die damit erreicht werden sollen, absieht, ergeben sich immer noch eine Reihe von Fragen. Zunächst ist anzunehmen, daß diese Politik auch nur unmittelbar am Geldmarkte wirkt und es einer gewissen Zeit bedarf, bis sich die Sekundärwirkungen auch am Kapitalmarkte zeigen.

Wird der Geldmarktzins durch solche Operationen gesenkt, dann vergrößert sich zunächst die Spanne zwischen den Geldmarktsätzen und der Rendite der Festverzinslichen. Der Markt stellt jedoch kurzfristig Mittel im umfangreichsten Maße zu wesentlich günstigeren Bedingungen zur Verfügung, als dies am Kapitalmarkte jetzt schon möglich ist. Die Momente der O.M.P., die das Vertrauen der Anbieter stärken, treten eben doch am Geldmarkte weit mehr und eher in Erscheinung, als am Kapitalmarkte. Für viele Nachfrager nach Mitteln des Kapitalmarktes ist es deshalb möglich, am Geldmarkte ihre Nachfrage bereits zu Zinssätzen zu befriedigen, die für sie tragbar erscheinen. Am Kapitalmarkte besteht diese Aussicht erst später. Dort sind entweder überhaupt keine Mittel verfügbar, oder nur zu einem Preise, der die Nachfrager von vornherein ausschalten müßte. Die Methode der Finanzierung von langfristigen Anlagen mit Mitteln, die zunächst vom Geldmarkt kurzfristig zur Verfügung gestellt werden, hilft mit, die Zeitspanne zu überbrücken, die notwendig ist, um auch den Kapitalmarkt an den Geldmarkt anzugleichen. Sie ist nicht bedenklich, wenn es später möglich wird, durch eine Emission von Kapitalmarktwerten diese kurzfristigen Mittel zu konsolidieren zu einem Zinssatze, der den Geldmarktsätzen im Augenblick der Kreditaufnahme ungefähr entspricht.

Ob die am Geldmarkte durch die O.M.P.-Käufe hervorgerufene Zinssenkung auch wirklich auf den gesamten Kapitalmarkt übergreift, hängt nicht von Umfang und Intensität der Wertpapierankäufe ab, da durch sie Kapitalbildung und -verwendung nicht primär beeinflußt werden. Tritt die erwartete Zinssenkung

nicht ein, dann ist die Kontinuität der gesamten wirtschaftlichen Entwicklung auf das stärkste gefährdet.

Bei der Untersuchung des Geldmarktes wurde bereits festgestellt, daß die Bewegungsmöglichkeiten der O.M.P. bedeutend erweitert werden können, wenn die mit ihrer Hilfe durchgeführte allgemeine Kreditpolitik unabhängig von der Kreditpolitik anderer Länder und auch unabhängig von den wirtschaftlichen Verflechtungen mit anderen Ländern durchgeführt wird. Wie bereits festgestellt wurde, ist die O.M.P. auch im Goldwährungssystem geeignet, um nationale und internationale Kreditmärkte weitgehend zu trennen. In dem Maße, in dem eine Loslösung der Geldmärkte notwendig erscheint, muß auch für den Kapitalmarkt eine solche Abtrennung erfolgen. Nunmehr können wohl vom Zeitpunkte der Markttrennung ab vom Auslande Mittel abberufen werden, wie bisher. Allein ein Zuströmen erfolgt nur in sehr geringem Maße, oder nur innerhalb eines ebenfalls manipulierten Rahmens. Es müssen also Mittel des Kapitalmarktes von der eigenen Volkswirtschaft bereit gestellt werden, um den schwindenden Teil der Anlagen des Auslandes zu ersetzen und um eine Zerrüttung des inneren Marktes zu verhindern. Können die erforderlichen Beträge nicht im gleichen Zeitraume beschafft werden, in dem sie abberufen werden, dann muß die Znb. auch hier intervenierend eingreifen. Eine Politik des billigen Geldes fordert also nicht nur Mittel für die am Markte ständig vorhandene Nachfrage, sie erfordert auch einen zusätzlichen Kapitalbedarf, der sich aus der Trennung der Märkte ergibt. Ob ein zusätzlicher Bedarf entsteht, hängt davon ab, ob die ausländischen Kreditgeber einer vom Staat geförderten aktiven Kreditpolitik der Znb. kritisch gegenüberstehen, welche allgemeinen Ertragsaussichten die ausländischen Forderungen dort haben und welche Rückzahlungstermine für diese bestehen. Es ist nicht zu vergessen, daß das Ziel der Regelung der Kreditmärkte ist, auch die Rendite der Kapitalmarktwerte zu senken. Wenn aber die Ertragsaussichten der Papiere im Inlande geringer sind, als im Auslande, so werden die Mittel des Auslandes auch eher zurückgezogen. Solange allerdings der Vorgang der Renditensenkung mit beträchtlichen Kursgewinnen verbunden ist, — und das ist zu Beginn der Erholung stärker der Fall, als später, wo die Nominalverzinsung evtl. gefährdet ist durch eine zu erwartende Konversion, — solange werden auch die ausländischen Besitzer inländischer Kapitalmarktwerte nicht darauf drängen, ihre Anlagen abzustoßen.

Der Vorgang eines Ersatzes der ausländischen Kapitalmarktmittel durch Mittel des Inlandes kann auch ohne zusätzliche Kapi-

talbildung unterstützt werden, wenn die Mittel des Inlandes durch die Marktbeeinflussung mit Hilfe der O.M.P. in größerem Umfang als bisher dem Kapitalmarkt zugeführt werden. Wird nämlich der Geldmarkt verflüssigt und der Zins gesenkt, so bedeutet dies relativ günstigere Ertragsaussichten der Kapitalmarktwerte. Dadurch ist für die Spekulation ein Anreiz geschaffen, mit Mitteln des Geldmarktes am Kapitalmarkte aufzutreten. Maßgebend ist für sie die Überlegung, daß sich die bestehende Zinsdifferenz durch Steigen der Kurse bald ausgleicht, die Papiere also später mit Gewinn abgestoßen werden können. Durch ihre Ankäufe löst die Spekulation die noch bestehenden psychologischen Hemmungen der Nachfrager nach Mitteln des Kapitalmarktes. Die allgemeine Nachfrage steigt und der Ausgleich der Zinssätze am Geld- und Kapitalmarkte erfolgt nun viel leichter, als wenn sich am Markte selbst der Ausgleich einstellen würde. Es ist die Anstoßwirkung, die den Ausgleich leichter und eher herbeiführt. Die Zinssenkung am Geldmarkte wirkt sich überdies nicht allein in einer Renditensenkung der Festverzinslichen aus, sie wirkt allgemein am Kapitalmarkte, also auch bei den Aktien. Die Vorteile einer erfolgreichen Zinspolitik kommen dem gesamten Wirtschaftsleben zugute.

3. Weniger stark zeigen sich die Folgen der O.M.P. am Kapitalmarkte, wenn durch Verkauf von Festverzinslichen der Geldmarkt versteift werden soll. Durch die Wertpapierverkäufe wird das Kapitalmarktvolumen jetzt wieder stärker vom Markte selbst getragen. Es verknappen sich deshalb auch die Mittel des Kapitalmarktes. Durch die Verkaufspolitik der Znb. wird jedoch der Gesamtumfang an Kapitalmarktwerten nicht geändert. Dieser Vorgang beeinflußt nicht den bereits befriedigten Kapitalbedarf, er ändert nur die Bewertung der Kapitalmarktanlagen. Die Znb. muß deshalb weitgehend Rücksicht nehmen auf die allgemeine Lage am Kapitalmarkte, auch, wenn die O.M.P.-Verkäufe nur im Interesse einer Geldmarktregulierung erfolgen. Es schadet jedoch nichts, wenn damit nur Auswüchse der Spekulation bekämpft werden. Die knapperen Mittel des Geldmarktes vermindern die Nachfrage nach Kapitalmarktsanlagen (Rückgang der Börsenkredite); die Kursbildung wird eingeengt, die Rendite bleibt unabhängig von stärkeren Schwankungen am Markte. Änderungen der Geldmarktsätze verändern den Nominalzinsfuß der am Markte vorhandenen Werte gewöhnlich nicht und für Neuanlagen erschweren sie höchstens die Emission. Nur, wenn größere Bestände abgestoßen werden, um z. B. Deflationspolitik zu betreiben, verändert sich auch die Rendite. Außerdem wirken sich solche Maßnahmen meist nur bei Festverzinslichen aus, weil mit den Verkäufen von Festverzins-

lichen nur in deren Angebots- und Nachfrageverhältnis eingegriffen wird.

Ein weiterer Grund für die Verkäufe der Znb. ist die Lage der Banken. Bei mehr als flüssigen Geldmärkten mit niedrigsten Zinssätzen wird es den Banken oft schwer, ihre Mittel anzulegen, ohne Kapitalfehlleitung zu betreiben. Werden die verfügbaren Mittel in allgemein marktgängigen Kapitalmarktwerten angelegt, dann bedeutet das noch keine neue Kapitallenkung. Diese Werte haben schon in einem früheren Zeitpunkte ihre Berechtigung nachgewiesen, geben also eine gewisse Garantie vor Fehlinvestitionen. Die vorteilhaften Geldmarktsbedingungen geben nun den Banken gute Gelegenheit, ihre konjunkturpolitischen Aufgaben in Einklang zu bringen mit ihrem Streben nach einer gesicherten Rentabilität. Die O.M. P. selbst bedeutet in diesem Falle ein ständiges Bereitsein des Marktes gegenüber Versuchen, über verfügbare Mittel zu disponieren. Es gelingt dadurch, einen Großteil von Mitteln dem Anlagemarkte zuzuführen oder zu erhalten, die sonst infolge ungenügender Marktorientierung ihren Weg zum Kapitalmarkte verfehlt hätten. Seitens der Znb. wird dieses Verfahren gewöhnlich benützt, um jene Anlagen abzustoßen, die sie zunächst zur Marktverflüssigung aufgenommen hat. Sie benützt dann die günstige Marktlage, um sich selbst wieder zu liquidisieren und um die Fühlung mit dem Markte nicht zu verlieren. Für den Kapitalmarkt bedeutet dieses Verfahren keine Schwächung, solange, als bei Banken und anderen Nachfragern noch Bedarf an Papieren besteht.

4. Es ist die oben geschilderte Marktlage außerdem am besten geeignet, um eine Konversion der bestehenden Schuldverpflichtungen durchzuführen. Für die O.M.P. ist eine Konversion bestehender Schuldverpflichtungen aus zwei Gründen besonders bedeutsam:

1. Die O.M.P. benützt als Marktregulierungselemente gewöhnlich festverzinsliche Werte längerer Laufzeit. Mit ihren An- und Verkäufen ändert die Znb. zunächst nur die Quanten der am Markte vorhandenen Mittel. Darüber hinaus erstreckt sich ihr Einfluß auch auf den Preis, der für die Mitteldisposition am Markte bezahlt wird, und zwar für solche kurz- oder langfristiger Form. Die Znb. betreibt also, wie dargestellt, auch Kapitalmarktzinspolitik. Dies kann sie um so besser, je mehr von der Änderung am Markte der Festverzinslichen auch der gesamte Markt erfaßt wird. Der Zins am Markte der Festverzinslichen geht der Gesamtzinsentwicklung am Kapitalmarkte voran.

Die durch O.M.-Käufe ausgelöste Kapitalmarktpolitik muß infolgedessen zunächst die in Frage kommenden Werte der O.M.-Politik dem landesüblichen Zinssatz anpassen. Es muß also auch

ein überhöhter Nominalzins durch eine Konversion gesenkt werden. Erst dann, wenn diese festverzinslichen O.M.-Werte auf den üblichen Zinssatz gesenkt sind, kann eine O.M.P. auch wirksame Geld- und Kapitalmarktzinspolitik bewirken.

2. War das erste nur eine markttechnische Voraussetzung, dann ist der zweite Grund den allgemeinen Voraussetzungen der Znb.-Politik zu entnehmen. Auch die Frage einer Konversion der bestehenden Schuldverpflichtungen ergibt sich primär aus der Aufgabe der Znb., den Geldmarkt zu regulieren. Eine Geldmarktspolitik, die nicht in einer ausgeglichenen Kapitalmarktlage fortgesetzt werden kann, eignet sich nicht dazu, die Dispositionen der Mittel des Kreditmarktes zu erleichtern. Jede Geldmarktsverflüssigung ist fast wirkungslos auf die Investitionstätigkeit, solange:

a) Kredite des Geldmarktes nicht am Kapitalmarkte fortgeführt werden können und solange:

b) am Kapitalmarkte noch eine Last von Schuldverpflichtungen aus einer vergangenen Krisenperiode ruht.

Für den Gläubiger wird der Wert seiner Forderungen durch die Kursänderungen an die allgemeine Lage angepaßt. Die Verpflichtungen des Schuldners bleiben jedoch dieselben, auch wenn die vorhandenen Mittel sich vermehren und der landesübliche Zins sinkt. Eine Konversion korrigiert nur markttechnische Schwierigkeiten, die sich aus zu starken Schwankungen und Veränderungen der Märkte ergeben. Sobald diese Störungen verschwunden sind, ist es besser, und auch im Sinne einer richtig funktionierenden Interdependenz der Preise, wenn durch direkte Eingriffe, wie dies die Konversion einer ist, der Nominalzins gesenkt wird, auf eine, den durchschnittlichen Ertragsaussichten entsprechende Basis. Es wird dadurch verhindert, daß zufällige Störungen entscheidenden Einfluß gewinnen auf langfristige Verschuldungen. Eine Geldmarktpolitik, die für eine möglichst vollständige Harmonie der am Markte wirkenden Kräfte sorgt, muß auch volkswirtschaftlich gleichwertige Bedürfnisse des Kapitalmarktes unabhängig von der Zeit der Bedarfsbefriedigung ausnivellieren können. Eine so einschneidende Tatsache, wie die Herabsetzung der Nominalverzinsung, muß fast immer sämtliche markttechnischen Hilfsmittel benützen, wenn sie ohne Störungen durchgeführt werden soll. Andererseits ist nicht zu verkennen, daß die Fülle der besonderen Mittel nur zu leicht dazu verleitet, mißbräuchlich eine Marktregelung herbeizuführen, die evtl. auch schon sehr früh eine Konversion ermöglicht, später dann aber die Schäden einer solchen Handlung sichtbar werden läßt.

Grundsätzliche Bedenken gegenüber der O.M.P. entstehen also, wenn man ihr Aufgaben zuschieben möchte, die nur mit einem Mißbrauch ihrer Wirkungen enden. Die Fragen der Kapitalmarktordnung sind, wie alle Fragen einer Marktordnung, nicht unabhängig und losgelöst von den bestehenden wirtschaftlichen Zusammenhängen durchzuführen. Solange das Ziel aller Marktordnung die Marktfreiheit ist, kann die Marktordnung auch nicht auf deren Kosten durchgeführt werden.

Die Politik der Znb., der wirtschaftlichen Entwicklung eine weitgehende Stabiliät zu sichern, hat also ihren Angelpunkt, allen besonderen Methoden zum Trotze, im Geldmarkte. Geld- und Kapitalmarkt erhalten jedoch einen geänderten Funktionsbereich. Ihren bisher selbsttätigen Verbindungen werden neue hinzugefügt und diese sind der unmittelbaren Einflußnahme durch die Znb. unterworfen.

Diese werden auch wirksam bei einer Neuemission von Wertpapieren. Solange die Störungen an den Kreditmärkten im Zusammenhange mit der konjunkturellen Gesamtentwicklung stehen, und solange es unmöglich ist, diese konjunkturellen Bewegungen auszuschalten, muß man auch bei der Emission festverzinslicher Papiere Interventionspolitik treiben. Es muß eben immer eine Nachfrage nach langfristigen Mitteln befriedigt werden, in Zeiten, in denen die Mittel des Marktes nur zu einem Preise bereitstehen, der eine sehr hohe Risikoprämie als Ausdruck der allgemeinen Lage in sich schließt und nicht nur eine solche, die sich aus den Besonderheiten des Kreditsuchenden ergibt. Dieser Preis muß bezahlt werden, um zunächst noch größere volkswirtschaftliche Verluste im Augenblick der Schuldaufnahme zu verhindern.

Wenn es nun mit Hilfe der O.M.P. gelingt, außergewöhnliche Störungsquellen auszuschalten, dann ist sie nicht nur ein kreditpolitisches Instrument, sie wäre auch vorzüglich geeignet dazu, die Auf- und Abbewegungen des Wirtschaftslebens auszugleichen. Als besonders dringende Aufgabe erscheint es, jene langfristige Finanzierung von Anlagen sicherzustellen, die unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung durchgeführt werden muß. Vordringlichste Aufgabe einer Marktpflege ist es weiterhin, zur Unterstützung einer Neu-Emission den Kurs jener Papiere, welche den neu an den Markt kommenden in Art und Ausstattung gleichen, dem Pari-Stand näher zu bringen. Dann wir auch der Emissionskurs nicht weit unter pari sinken. Durch die Kurspflege wird auch der Disagio-Betrag der neuen Werte auf ein geringes Maß beschränkt. Der Emissionskurs ist ja in besonderem Maße von dem Vertrauen abhängig.

III. Abschnitt.

Grenzen der Offen-Markt-Politik.

A. Wenn im folgenden von den Grenzen der O.M.P. gesprochen werden soll, dann ist damit teilweise auch eine kritische Würdigung des Umfanges der O.M.P. verbunden. Es läßt sich nicht vermeiden, auch Werturteile mit in die Betrachtung hereinzubringen; trotzdem ist beabsichtigt, nur auf die Grenzen einzugehen, die sich an Hand allgemeiner wirtschaftlicher Zusammenhänge ergeben.

Die Grenzen sollen nun untersucht werden, und zwar:

1. mit Rücksicht auf die Lage und Aufgaben der Znb. im Rahmen der gesetzlichen Bestimmungen,

2. mit Rücksicht auf die besonderen Aufgaben und Struktur des Banksystems,

3. mit Rücksicht auf konjunkturpolitische Fragen.

Die gesetzlichen Bestimmungen regeln an sich nur den Rahmen der O.M.P. Es ist bereits in der kurzen geschichtlichen Darstellung darauf hingewiesen worden, daß über den Umfang der O.M.P. in den einzelnen Bankgesetzen nichts ausgesagt ist. Trotzdem bestehen auf Grund der Bestimmungen der einzelnen Bankgesetze eine Reihe von gesetzlichen Bindungen, die einen Hinweis für den Umfang der O.M.P. darstellen. Solche Bestimmungen können sein:

a) es wird ausdrücklich bestimmt, bis zu welchem Betrage die Znb. festverzinsliche Wertpapiere überhaupt in ihr Portefeuille aufnehmen darf. Der so festgelegte Betrag bedeutet dann die äußerste Grenze, bis zu der die Znb. Käufe tätigen kann. Oder,

b) es werden für die einzelnen Arten der ankaufsfähigen Papiere Höchstbeträge festgelegt, sodaß sich der höchstzulässige Gesamtumfang errechnet aus der Summe der einzelnen Teilbeträge.

c) es werden nur die einzelnen Arten jener Wertpapiere aufzählend im Gesetze bestimmt, welche für die O.M.P. zugelassen sind, ohne daß dabei für das einzelne Papier ein Höchstbetrag festgelegt wird. Damit wäre, soweit keine sonstigen Einschränkungen bestehen, der Umfang der O.M.P. bestimmt durch den Umfang der tatsächlich am Markt vorhandenen Papiere von der Art, wie sie die gesetzlichen Bestimmungen zulassen. Die Betätigungsmöglichkei der Znb. würde also schwanken, entsprechend dem Umfange der vorhandenen Papiere.

Bedeutsamer, als die hier angeführten Grenzen über den Umfang der O.M.P., sind jene gesetzlichen Bestimmungen, die die Be-

tätigung der Znb. einschränken. Diese verlangen zur Sicherung gegenüber einem Mißbrauch des Notenausgabemonopols der Znb.,

a) daß der Umfang der auszugebenden Noten beschränkt wird und

b) daß bestimmte Deckungsvorschriften eingehalten werden.

Zu a): Eine Beschränkung des Notenausgaberechtes der Znb. auf einen bestimmten Betrag begrenzt natürlich auch den Umfang der O.M.P. Es können höchstens so viele Wertpapiere angekauft werden, als insgesamt Noten ausgegeben werden dürfen. Wie weit dieser Betrag wirklich erreicht werden kann, ist in den einzelnen Ländern bei den verschiedenen Zahlungsgewohnheiten verschieden. Er ist auch abhängig von der Organisation der jeweils verschiedenen Währungssysteme, da es oft rein technisch schon unmöglich erscheint, die Notenausgabe nur mit Hilfe von Wertpapier- an- und -verkäufen zu regulieren.

Zu b): Wird die Notenausgabe zunächst auf einen bestimmten Betrag beschränkt, ist es aber möglich, darüber hinaus Noten auszugeben, sobald bestimte Deckungsvorschriften eingehalten werden, dann bestimmt sich der gesetzlich mögliche Gesamtumfang der O.M.P. den einzelnen Deckungsvorschriften entsprechend verschieden.

Ist z. B. der Grundbetrag nur mit Wertpapieren zu decken, der übrige Teil der Notenausgabe mit Metall, so ist der Umfang der O.M.P. zunächst auf den Grundbetrag beschränkt. Nur soweit der Znb. darüber hinaus noch Sicherungsmittel gleicher Art zur Verfügung stehen, die nicht mehr zur Notendeckung herangezogen werden müssen, ist eine zusätzliche Notenausgabe auf Grund von Wertpapierkäufen möglich. Hier werden dann die zusätzlich ausgegebenen Noten nicht durch die gleichzeitig angekauften Wertpapiere deckungsmäßig gesichert, sondern durch die vorhandenen Reserven. Tritt an die Stelle der zusätzlichen Warendeckung nur eine Wechseldeckung, dann besteht bei sonst gleichen Voraussetzungen keine Ausdehnungsmöglichkeit der O.M.P.

Dürfen dagegen die angekauften Wertpapiere voll zu Deckungszwecken benutzt werden, dann unterliegt die O.M.P. nur den unter a—c dargestellten gesetzlichen Beschränkungen.

Werden O.M.-Papiere überhaupt nicht als Deckung zugelassen, ist aber eine bestimmte Form der Deckung Voraussetzung für eine zusätzliche Notenausgabe, dann können O.M.-Käufe seitens der Znb. nur insoweit erfolgen, als ihr Reserven und eigene Mittel zur Verfügung stehen. Sie muß dann diese Mittel in Deckungsmittel umwandeln. Also, auch, wenn gar nichts über den Umfang der

O.M.P. in den einzelnen Gesetzen ausgesprochen ist, können doch gesetzliche Bestimmungen über die Notenausgabe sehr stark einschränkend wirken.

Das Gleichnis, das Schacht mit den zwei Türen gab, gilt auch bezgl. der gesetzlichen Bestimmungen über den Umfang der O.M.P. Sie setzt ja, wie bereits wiederholt festgestellt wurde, eine sehr enge Zusammenarbeit der Znb. mit den Banken voraus. Soweit die Banken durch gesetzliche Bestimmungen in ihrer Bewegungsfreiheit eingeschränkt sind, bestehen wiederum Grenzen, für die Anwendung der O.M.P. Es ergeben sich hier Fragen 1. bezgl. der Anlagevorschriften, die bei den einzelnen Banken, Sparkassen, aber auch bei Versicherungen und anderen Instituten bestehen, die mündelsichere Werte zu verwalten haben. 2. Soweit daneben noch besondere Reservevorschriften bestehen, die z. B. vorschreiben, daß eine bestimmter Betrag der Gesamtverpflichtungen als jederzeit verfügbare Reserve in O.M.-Werten gehalten werden muß, ergeben sich noch zusätzliche Begrenzungen der O.M.P. Ja, schließlich entscheidet sogar noch die Bestimmung, wie weit es den Banken auf Grund der gesetzlichen Bestimmungen möglich ist, auf Mittel der Znb. zurückzugreifen.

B. Wenn man nun nach Untersuchung des Rahmens, den die gesetzlichen Bestimmungen für den Umfang der O.M.P. schaffen, die wirklichen Grenzen derselben ermitteln will, dann zeigt sich, daß der mögliche Umfang zunächst bestimmt wird durch den Betrag der Wertpapiere, die überhaupt vorhanden sind. Von den vorhandenen Papieren wird wiederum nur ein Teilbetrag am Markte angeboten oder nachgefragt. Für die O.M.P. kommt nur jener Betrag in Frage, der auch wirklich am Markte erscheint, also nicht dauernd in festem Besitze ist.

1. Die Prüfung der Frage in wie weit die Znb. selbst in der Lage ist, die ihr durch den gesetzlichen Rahmen möglich gemachten Befugnisse auszunützen, muß zunächst ausgehen, von der Tatsache, daß sich auch die Znb. nicht über die Prinzipien hinwegsetzen kann, die für jede Bank Grundpfeiler ihrer Betätigung sind. Sie muß daher als Bank den Einsatz ihrer Mittel so vornehmen, daß sie selbst ständig zahlungsfähig bleibt. Darüber hinaus muß sie sorgen, daß ihr selbst auch immer die Mittel zur Verfügung stehen, die sie als Notenbank unbedingt nötig hat, um ihre besonderen Aufgaben zu erfüllen.

Wohl sind in den einzelnen Ländern verschiedene Bestimmungen darüber maßgebend, wie die Znb. dafür zu sorgen hat, daß das, was der Verkehr mit Geld bezeichnet, auch das, was als solches behandelt wird, seine Aufgabe, als Mittler der Tauschbeziehungen

erfüllt. Es ist jedoch grundsätzlich überall dieselbe Voraussetzung nötig, die das Geld zu dieser Aufgabe befähigt; die Regelung des Geldwesens darf nicht ohne Zusammenhang stehen mit der Entwicklung der Tauschbeziehungen. Wenn nun die Znb. methodisch regulierend eingreift, dann sollte sie das auch tun, indem sie die Schuldverpflichtungen, die sich aus dem Zusammenarbeiten der einzelnen Wirtschafter ergeben und auch den Zeitraum des Bestehens derselben berücksichtigt. Diese Art Regelung des Notenumlaufes hat nun ihre besonderen Rückwirkungen auf die Lage der Znb.

Jedenfalls muß die Znb. auch als Bankinstitut dafür Sorge tragen, daß sie ihre Forderungen auf verschiedene Fristen verteilt; die Forderungen sich also nötigenfalls zu bestimmten Terminen einziehen lassen. Die Znb. muß in der Lage sein, wenigstens einen Teil ihrer Forderungen einziehen zu können, ohne dadurch auf der Schuldnerseite Störungen hervorzurufen. Und zwar muß sie einen Teil ihrer Forderungen für eine bestimmte Zeit von einzelnen Schuldnern direkt einfordern können, ein anderer Teil kann dann auch gegenüber dem gesamten Markte geltend gemacht werden.

Ohne die Liquidität der Znb. zu gefährden, kann also ein Mindestbetrag an Noten ausgegeben werden, bei dem der Znb. entweder überhaupt keine Möglichkeit gegeben sind, diesen Betrag zu verändern, oder, bei dem sie einen Teil nur vom gesamten Markte zurückfordern kann, nicht jedoch von einem einzelnen Schuldner. Es handelt sich hier um den Betrag an Umlaufsmitteln, der unabhängig von den Bewegungen des Wirtschaftslebens notwendig ist. Soweit aber Bewegungstendenzen auch geldmäßig zum Ausdruck kommen, insoweit kann auch die Znb. ihre Schuldverpflichtungen und ihre Gläubigerrechte nicht willkürlich und ohne Rücksicht auf bestimmte Einlösungstermine gestalten. Deshalb sind alle Beziehungen, in welchen die Znb. Gläubigerin wird, mit dem Betrag, der fortlaufend verändert wird, auch entsprechend der Zeitdauer dieser Veränderungen, zu regeln, d. h. also: jene Ausleihungen von Mitteln, die gegenüber dem Gesamtmarkte erfolgen, dürfen nur so groß sein, als sie auch jederzeit wieder ohne Verluste am Markte abgestoßen werden können. Auch muß die Regelung des Revolvings der einzelnen Kredite bestimmt werden können, wenn die Politik der Znb. elastisch wirken soll. Bei der O.M.P. ist das nur in beschränktem Umfange der Fall. Allerdings ist bei ihr evtl. über die Banken eine zusätzliche Sicherung zu erreichen. Besteht nämlich bei den Banken ein Zwang zu einer bestimmten Liquiditätsreserve, dann kann die Znb. mit Hilfe dieser Vorschriften erreichen, daß sie eine Forderung, die sie durch die O.M.-Käufe

erworben hat, und sonst nur am Markte absetzen könnte, nun an eine bestimmte Bank veräußern kann. Auf den Zeitpunkt, zu dem dies geschehen kann, besitzt die Znb. aber keinen Einfluß, es sei denn, daß die Höhe der Liquiditätsverpflichtungen der Banken je nach den Wünschen der Znb. verändert wird. Dieses Verfahren ist geeignet, die O.M.P. zu unterstützen, wenn gleich auch schwere Bedenken dagegen vorgebracht werden müssen. Das Gesagte bezieht sich im wesentlichen auf Bewegungseinflüsse, die ihre Ursache in Beziehungen haben, die inländischen Bedarfsänderungen entspringen.

Soweit im Bedarf nach Znb.-Mitteln, die ausländischen Beziehungen Änderungen des Gesamtbetrags an Umlaufsmitteln notwendig machen, besteht eine Verpflichtung der Znb., ihre Elastizität mit Mitteln zu sichern, die dem Gesamtumfange dieser ausländischen Beziehungen ensprechen. Die Sicherungsmittel müssen also jederzeit in Werte umgewandelt werden können, die einen Markt im Ausland haben. Je größer die Schwankungen sind im Bedarf nach solchen Mitteln, desto mehr ist es nötig, die Elastizität der Znb. allein mit Mitteln zu sichern, die auch vom Auslande ohne Bedenken in Austausch genommen werden. Natürlich schränkt sich der Umfang der O.M.P. dadurch stark ein. Ein Umtausch der Festverzinslichen in international marktgängige Tauschmittel oder Waren ist durch den inländischen Markt nur in sehr geringem Umfange möglich. Auch wenn die O.M.P.-Papiere im Inlande einen stets gleichmäßig großen Markt haben, genügt das nicht, um die Elastizität und Liquidität der Znb. zu sichern, es genügt insbesondere nicht, um die Stabilität der Währung aufrecht zu erhalten. Mit Hilfe der O.M.P. ist die Znb. nicht mehr in der Lage, jene Störungen und Nachteile zu kompensieren, die sich durch einen unregelmäßigen Ausgleich der einzelnen Märkte des Inlandes gegenüber dem Auslande ergeben.

Es ist bereits gesagt worden, daß die Liquidität der Znb. entscheiden mitbestimmt wird, durch die Rentabilität der der O.M.P. zugrundeliegenden Werte. Für die Znb. gilt das genau so, wie für ein anderes Bankinstitut. Gerade die enge Verbindung, welche die Znb. mit den Banken eingeht, bedingt ein stärkeres Abhängigkeitsverhältnis derselben von ihr. Die Liquidität des gesamten Banksystems hängt nun viel mehr ab von der Liquidität der Znb. Die dadurch entstehende besondere Belastung der Znb. macht es ihr zur Verpflichtung, auf die Rentabilität ihrer Anlagen besondere Rücksicht zu nehmen. Die Einführung der O.M.P. bedeutet für die Znb. in jedem Falle eine zusätzliche Risikobelastung, die einen sicheren Bestand an eigenen Mitteln voraussetzt. Kein reguläres Geschäft der Znb. ist mit einer derart hohen Risiko-

quote belastet, wie die O.M.P. Für das Banksystem bedeutet die Znb. nunmehr nicht nur letzte Liquiditätsgarantie, sie hat auch eine Rentabilitätsgarantiefunktion übernommen. Trotzdem darf die Politik der Znb. nicht primär bestimmt sein von der Rentabilität ihrer Anlagen.

2. Grenzen mit Rücksicht auf die besonderen Aufgaben und Struktur des Banksystems.

Die Ziele, die die Znb. mit Hilfe der O.M.P. erreichen will, sind nur zu verwirklichen, wenn alle jene Organe zusammengefaßt werden, die berufen sind, die Tauschvorgänge und damit die Arbeitsteilung mit den Mitteln der Tauschwirtschaft zu fördern, also auch mit Mitteln, die nur vorübergehend im Wege des Kredits gegeben werden können. Das kann methodisch nur innerhalb eines sehr engen Rahmens erfolgen. Die Grenzen dieses Rahmens sind zurückzuführen:

a) auf Beschränkungen, die den Banken gezogen sind durch die Natur der von ihnen verwendeten Mittel,

b) auf Beschränkungen, durch die besonderen Aufgaben und Interessen der einzelnen Banken. Diese verhindern es, daß auch jene Mittel, über die die Banken sehr weitgehend verfügen können, vollständig dem Willen einer übergeordneten Stelle dienstbar gemacht werden.

Bei den hier angeschnittenen Fragen handelt es sich wiederum um das Kernproblem der gesamten O.M.P. Im Zusammenhange mit den genannten zwei Punkten werden von Freunden einer weitgehenden O.M.P. folgende Forderungen erhoben:

1. Die Znb. kontrolliert mit ihrer Hilfe den Umfang der gesamten Bankdepositen, d. h. sie soll im Stande sein, entsprechend der Gesamtlage durch eine Vergrößerung oder Verringerung der Depositen ihren Einfluß am Markte geltend zu machen.

2. Mit der Kontrolle der Depositen geht Hand in Hand eine solche der Ausleihungen. Beides zusammen würde es also ermöglichen, sowohl die Spartätigkeit, als auch die Investitionen vom Willen der Znb.-Leitung abhängig zu machen.

Kritisch ist dazu folgendes zu sagen: sollen die Bankdepositen der Kontrolle der Znb. unterstellt werden, dann ist es zunächst nötig, alle jene Faktoren zu bestimmen, von denen der Umfang der Bankdepositen abhängt. Dabei kann man absehen von den Momenten, die durch die Zahlungssitten und die besondere Form der Bankorganisation bestimmt werden. Es bleibt dann nur die Feststellung, daß der Umfang der Bankdepositen bestimmt wird durch den Prozeß der Kapitalbildung und -verwendung. Die Ka-

pitalbildung wird allerdings auch mitbestimmt von der Tatsache, wie das allgemeine Tauschmittel seine Funktion erfüllt. Je besser dieses seinen Aufgaben gerecht wird, desto mehr ermöglicht es den Ausbau der allgemeinen Tauschbeziehungen, fördert die Ergiebigkeit des Arbeitsprozesses und damit die Kapitalbildung. Aber diese zusätzliche Kapitalbildung ist keine ursprüngliche Komponente jener Methode, welche die Tauschmittelregulierung vornimmt und erleichtert. Deshalb ist es auch unmöglich, mit Hilfe der O.M.P. durch eine ständig wechsende Funktionsbereitschaft des allgemeinen Tauschmittels eine dauernde Kontrolle der Kapitalbildung herbeizuführen. Daneben kann zwar das Zwangssparen die Form der Kapitalbildung stark beeinflussen, den Umfang jedoch nicht beliebig gestalten.

Die weitere Frage, ob die O.M.P. überhaupt in der Lage wäre, diese wechselnde Funktionsbereitschaft in dem erforderlichen Maße durchzuführen, braucht daher gar nicht mehr untersucht zu werden. Auf die entscheidenden Faktoren der Kapitalbildung hat die O.M.P., wenigstens nach dieser Richtung hin, keinen bestimmenden Einfluß.

Dagegen soll nicht geleugnet werden, daß der Einfluß der Znb. auf die Bankdepositen stark vergrößert werden kann, durch Erziehung zu besonderen Zahlungsgewohnheiten und dergleichen mehr. Aber auch hier kann kein Zwang ausgeübt werden. Soweit der einzelne Mittel erübrigt hat, steht es der Znb. nicht ohne weiteres zu, darüber zu bestimmen, wie er diese Mittel weiter verwenden soll. Er kann deshalb auch nicht veranlaßt werden, diese Mittel den Banken in Form von Depositen zu überlassen. Die Einflußnahme der Znb., durch die O.M.P. zu wirken, beschränkt sich darauf, die einzelnen Marktdaten zu verändern. Der einzelne fügt sich der Initiative der Znb. nur, wenn diese für ihn vorteilhafte Wirkungen hat. Denn auch der einzelne ist nicht frei in der Art und Weise, wie er über seine Mittel verfügt. Auch können nicht alle Mittel, über die ein einzelner disponiert, nur allein nach der Lage des Marktes und nach den dort sich bietenden Vorteilen entsprechend verwendet werden. Entscheidend ist für ihn schon die Zeitdauer, für welche ihm Mittel zur Verfügung stehen, und der Zweck, für den sie später verwendet werden sollen. Der Kapitalbesitzer bindet nun mit seinen Entscheidungen auch die Bank, der er seine Mittel zur Verfügung stellt. Nur so weit sich aus Erfahrungssätzen ergibt, daß die Entscheidungen der Disponenten insgesamt der Bank gegenüber einen großen „Beweglichkeitsfaktor" enthalten, kann die Bank auch über Mittel verfügen, abweichend von den Terminen der einzelnen Disponenten. Die hier besprochenen Grenzen der O.M.P. sind also bedingt durch die Tatsache,

daß die Banken nicht nur über Mittel verfügen, die letztlich auf die Znb. zurückgehen. Es sind vielmehr Mittel des Marktes, über die die Banken als Mittler und Verwalter verfügen. Der Einfluß der Znb. erstreckt sich nur auf den Teil der Mittel der Banken, den sie später bei ihr selbst in Anspruch nehmen müssen, weil sie selbst bereits, abweichend vom Willen des einzelnen Einlegers, zu langfristig über diese Mittel verfügt haben. Die Bankdepositen, von denen bisher die Rede war, waren solche, die den einzelnen Banken erst neu zuströmen. Der Einfluß auf die bereits vorhandenen Depositen ist im Verlauf der Arbeit schon des öfteren gestreift worden. Entscheidend ist immer gewesen, daß der einzelne Kapitalbesitzer nicht schon deshalb bereit ist, seine Depositen in Anlagewerte umzuwandeln, weil sich für diese der Risikofaktor geändert hat. Der Wertpapierankauf bedeutet eben in jedem Falle eine Mittelhingabe, bei welcher kein bestimmter Rückforderungstermin vereinbart werden kann.

Ebenso wenig bestimmt ist der Einfluß der O.M.P. auf die Verwendung der Depositen. Die durch die O.M.P.-Käufe den Banken zuströmenden Mittel werden ja nur in beschränktem Umfange Bankdepositen.

Die an die Znb. verkauften Wertpapiere hatten die Banken zunächst gekauft mit Mitteln, die ihnen selbst in Form von Depositen vom Markte zur Verfügung gestellt wurden. Mit dem Ankauf dieser Papiere hatte sich jedoch am Wesen dieser Depositen nichts geändert. Ebenso wenig wurden sie durch den Verkauf verändert. Soweit dagegen durch die O.M.-Käufe der Znb.-Wertpapiere vom Markte übernommen werden, und statt dessen dem Markte bare Mittel zuströmen, läßt sich auch der Zusammenhang zwischen der Depositenregulierung und der O.M. herstellen.

Je mehr Mittel dem Markte zuströmen, und zwar Mittel, die entstehen durch Umwandlung bisheriger Anlagewerte, desto mehr steigert sich das Bedürfnis, diese Mittel wieder dem Markte zur Verfügung zu stellen, damit sie nicht nutzlos daliegen. Auf diese Weise strömt den Banken ein großer Teil der durch die Znb.-Käufe flüssig gemachten Werte in Form von Depositen zu. Es besteht sogar die Tendenz, daß mit fortlaufender Verflüssigung, die flüssigen Mittel des Marktes stärker zu nehmen, als die durch die Znb. zur Verfügung gestellten. Die Bankdepositen steigen also ständig und dem Markte wird die beste Gewähr gegeben, seine Anlagewerte in jederzeit disponible Bankmittel umzuwandeln. In dieser Tatsache liegt die eigentliche Schwungkraft und der eigentliche konjunkturpolitische Motor der O.M.P. Man gibt dem Einleger, und zwar Banken, wie sonstigen Besitzern von festverzins-

lichen Werten, die Möglichkeit, plötzlich über Mittel zu verfügen, die er schon für eingefroren halten mußte.

Zu b): Das Passivgeschäft der Banken wird zum entscheidenden Teile mitbestimmt von der Art und Weise, wie sich das Aktivgeschäft entwickelt. Das Aktivgeschäft der Banken verändert sich unter der Herrschaft der O.M.P. zum Teil sehr stark, da eines der Hauptziele die Kontrolle der Ausleihungen ist. Die O.M.P. sollte als ein Mittel dienen, das es ermöglicht, eine Rangordnung in der Dringlichkeit des Bedarfs durchzuführen, auf Grund einer Wertung desselben. Diesen Wertvorstellungen der Znb. soll die O.M.P. Ausdruck geben, indem sie den Mitteleinsatz für politische Zwecke betont. Sie sollte es insbesondere ermöglichen, einen Ausgleich der Gegensätze herbeizuführen, die entstehen durch die auf Macht gestützte Kreditnachfrage des Staates gegenüber der privaten Nachfrage, denn die O.M.P. ist ein ausgezeichnetes Mittel, um die Finanzierung des Staatsbedarfs sicherzustellen und zwar zunächst:

a) unter Ausnützung der Mittel des freien Marktes und
b) wenn nötig, auch direkt über die Znb.

Der Weg zu den Mitteln des freien Marktes geht über die Banken, wird zumindest von diesen sehr stark beeinflußt. Müssen sich die Banken finanzpolitischen Zwecken unterordnen, so schränken sich die Kreditbeziehungen zur Privatwirtschaft von selbst ein. Dadurch kann die Ertragskalkulation zwar stärker ausgeglichen werden, sie weist dafür dann aber auch keine besonderen Überschüsse mehr auf, die sonst entstehen, z. B. bei Umwandlung von Bankschulden in Marktwerte und die früher zu den Haupteinnahmequellen mancher Betriebe gehörten. Stehen die Mittel der Banken den privaten Nachfragern nicht mehr in demselben Maße zur Verfügung, wie das früher der Fall war, dann wird die Finanzierung des Privatbedarfes in andere Bahnen gelenkt. Es ist zu erwarten, daß die Selbstfinanzierung der Privatbetriebe zunimmt, die sonstigen Verbindungen der Privatindustrie zu den Banken jedoch abnehmen. Die Betriebe können das umsomehr, als es ihnen nicht an Möglichkeiten fehlt, ihre erübrigten Mittel vorübergehend gewinnbringend anzulegen. Anders ist es bei den Banken. Für sie verschwinden dadurch nicht nur eine Reihe besonderer Einnahmequellen, es werden ihnen auch Mittel entzogen, die sie benötigen, um ihren neuen finanzpolitischen Aufgaben nachzukommen. Die nun in den Hintergrund gedrängten Kunden der Banken sind nämlich zugleich auch jene, welche ihre gesamten verfügbaren Mittel in Form von Depositen bei den Banken halten. Vermindern sich die Aktivgeschäfte der Banken, dann werden auch die Passivgeschäfte durch den Rückgang der Depositen eingeschränkt. Anders ist der direkte

Einfluß der O.M.P. auf die Depositen. Auch da, wo die Depositen direkt von ihr beeinflußt werden, vermag sie weder die Höhe, noch die Dauer derselben zu bestimmen. Die Verflüssigung des Marktes durch Ankauf von O.M.-Werten und damit die Tendenz einer Depositensteigerung, untersteht nur solange der direkten Einwirkung der Znb., als diese auch wirklich kauft. Je mehr die Wirtschaft sich von selbst auflockert, desto mehr entwickelt sich der Umfang und auch die besondere Form der Depositen, unabhängig von den Transaktionen der Znb. Willfährig sind die Banken nur dann einer durch die Znb. regulierten Marktpolitik, wenn sie entweder über genügend Depositen verfügen, die Nachfrage nach solchen Mitteln seitens des Marktes jedoch sehr gering ist und die Rentabilität der Banken nicht gesichert ist, oder, wenn sie selbst festgefroren sind und die Znb. Hilfestellung leisten soll.

In allen anderen Fällen überschneiden sich Ziele, Wünsche und Aufgaben der Banken und der Znb. oft so stark, daß nur im Einzelfalle das Ergebnis zu bestimmen ist.

Wie gezeigt, ist das Recht der Znb., Wertpapiere anzukaufen, sehr starken Beschränkungen unterworfen. Diese Beschränkungen bedeuten für die einzelne Bank eine Belastung ihrer formellen und materiellen Liquidität. Hat eine Bank große Wertpapierbestände in ihrem Portefeuille, dann wird sie plötzlich den Schwankungen am Markte ausgeliefert, sobald sie einen Teil dieser Anlagen abstoßen soll. In diesem Stadium bedeutet ein großer Wertpapierbestand für sie eine zusäzliche Risikobelastung und ein Kurssturz größeren Umfanges vermag die eigenen Mittel einer Bank aufs stärkste zu gefährden. Es besteht nirgends eine Pflicht der Znb., O.M.-Werte zu einem bestimmten Kurs und zu einem bestimmten Umfang auf Wunsch der Bank abzunehmen. Statt dem Markte Führer zu sein, wird die einzelne Bank den Gegensätzen am Markte unterworfen. Sie kann ihre Werte nur in dem Maße und innerhalb derselben Grenzen realisieren, wie sie allgemein bei der Znb. festzustellen waren. Die Elastizität der Bank wird daher gegenüber dem Markte stark eingeschränkt. Die Anlage ihrer Mittel in O.M.-Werten geschieht zu stets gleichen Bedingungen, die Ausleihefristen sind von ihrem Willen nicht mehr abhängig, und ihr Einfluß auf die Wirtschaftszweige, die mit Mitteln finanziert werden, die bei Ausgabe der O.M.-Werte beansprucht wurden, entspricht in keiner Weise dem, beim Mitteleinsatz der privaten Wirtschaft. Die O.M.-Werte stellen bereits die Konsolidierung eines Mittelbedarfs dar, der ursprünglich nicht von den Banken allein, sondern auch von der Znb. und vom Markte befriedigt wurde. Werden die neuemittierten Werte später durch die Banken vom Markte oder von der Znb.

übernommen, dann handelt es sich bei ihnen nur noch um „Funktionselemente der Tauschwirtschaft". Die Beweglichkeit derselben ist geringer, als die der Mittel, die sonst für diese Zwecke benützt werden. Die Beziehungen, welche die Banken zu diesen Werten haben, bauen sich auch nicht auf besondere, nur den Banken eigentümliche Beeinflussungsmöglichkeiten auf. Die Banken sind nicht mehr in demselben Maße, als bisher, selbständig handelnde Diener und Glieder der Tauschwirtschaft. Sie werden zu Organen der Znb.-Politik

3. Konjunkturpolitik und Offen-Markt-Politik.

I. Die Theorien über die Ursachen der Konjunkturbewegungen gehen vielfach auf zwei Voraussetzungeen verschiedener Art zurück: Jene, die mit vorgefaßten Meinungen und Wertungen der derzeitigen Gesellschaftsordnung auch wirtschaftliche Störungen erklären wollen, suchen die Mängel und Fehler im Wirtschaftssystem verantwortlich zu machen für die Wechsellagen des Wirtschaftslebens. Dem stehen die Theorien jener gegenüber, die ohne vorgefaßte Wertung des Gesamterscheinungsbildes die Zusammenhänge innerhalb der gegebenen Beziehungen erkennen wollen und davon ausgehend diskursiv arbeitend, zu einem geschlossenen System von Beziehungen gelangen. Bei diesen gelten auch die einzelnen Methoden der Wirtschaftspolitik als entscheidende Mittel, um einen geordneten Konjunkturablauf herbeizuführen.

Im Ergebnis werden auch von diesen letzteren, Wertungen vorgenommen, denn die einen behaupten, die im Preissystem erkennbaren Zusammenhänge würden am besten geordnet durch die Kraft der Selbstregulierung, während den anderen der ordnende Wille eines politischen Machtträgers als höhere Vernunft erscheint. Den ersteren ist eine Methode der Wirtschaftspolitik, wie z. B. die O.M.P., ein Mittel, um der selbsttätigen Funktion des Phänomens Preis einen Rahmen zu geben. Den zweiten ist eine solche Methode eine dienende Kraft, welche die Grundvoraussetzungen des Preissystems beherrscht. Beiden gemeinsam ist, daß die konjunkturellen Veränderungen beeinflußt werden sollen, indem man bestimmte Methoden der Wirtschaftspolitik den gegebenen Voraussetzungen anpaßt, um dadurch eine stabile Entwicklung zu gewährleisten; nur steht in dem einen Falle die Marktordnung, in dem anderen Fall die Marktbeherrschung im Mittelpunkt des Interesses.

In welcher Art die O.M.P. die Marktdaten zu verändern vermag, ist wenigstens andeutungsweise dargelegt worden. Eine in diesem Sinne eingesetzte ordnende Kraft erleichtert das zielstrebige Zusammenwirken, kann Störungen beseitigen und vermag die Har-

monie der Kräfte zu unterstützen. Allein, damit können konjunkturelle Schwankungen höchstens vermindert, nie jedoch verhindert werden in einem Wirtschaftssystem, in dem der einzelne mehr oder minder frei über seine Mittel disponiert.

Man versucht deshalb immer mehr, durch den Ausbau verschiedener Methoden der Wirtschaftspolitik die Entscheidungen der einzelnen Wirtschafter zu beschränken auf den Rahmen, der durch die Ziele der Wirtschaftspolitik jeweils festgelegt wird. Gleichzeitig soll der freie Markt umgeformt werden in einen von der Znb. mitbestimmten Organismus. Es wurde bereits gezeigt, daß die O.M.P. in dieser Richtung wirkt, wenn auch ihr Rahmen noch innerhalb des Marktes und damit innerhalb des Preissystems liegt. Weil es durch die neue Methode besser möglich wurde, den Markt zu beeinflussen, sollten mit ihr auch die Pläne derer verwirklicht werden, denen eine aktive Konjunkturpolitik mit Hilfe der Marktordnung und Marktbeherrschung als Ausweg erschien. Man hält also die O.M.P. für fähig, die bedeutendsten Voraussetzungen einer Konjunkturpolitik zu erfüllen.

II. Da die O.M.P. die Bewegungsvorgänge im Wirtschaftsleben auslöst und mitbestimmt, ist zu prüfen: a) inwieweit die von ihr mitbestimmten und veränderten Daten selbst wieder Bewegungsvorgänge auszulösen und mitzubestimmen in der Lage sind, und b) inwieweit man diese Politik als eine aktive Konjunkturpolitik ansehen kann.

Zu a): Sollen Bewegungsvorgänge hervorgerufen werden, dann müssen die objektiv veränderten Daten Hemmungen beseitigen können, welche vorher die Entschlüsse der einzelnen Wirtschafter beeinträchtigt haben. Diese Hemmungen konnten sich ergeben: sekundär aus psychologischen Gründen, primär aus Gründen, die in der Natur der objektiven Datenänderung gelegen haben.

Zu beiden Punkten ist im Verlaufe der Arbeit schon verschiedenes gesagt worden. Jedenfalls bedarf es keiner eingehenden Darlegung mehr, warum gerade eine Politik, wie die O.M.P., die den Kredit der Znb., des Staates und der meisten wirtschaftlich bedeutsamen, öffentlich-rechtlichen Körperschaften in den Dienst einer konjunkurpolitischen Initiative stellt, psychologisch starke Wirkungen erzeugt. Diese werden gesteigert durch die überraschenden Erfolge, die der Einsatz dieses Mittels zunächst aufweist. Die entscheidenden Erfolge der O.M.P. liegen vielmehr auf diesem psychologischen Gebiete, als auf dem der direkten Wirkungen. Psychologische Grenzen der O.M.P. bestehen natürlich ebenso. Die O.M.P. wirkt ja und erzeugt psychologisch günstige Wirkungen, indem sie die bestehenden Marktdaten beeinflußt. Sie wirkt wie ein neuer

Faktor am Markte. Wie dieser neue Faktor sich in die gesamten Beziehungen einfügen muß, um von den einzelnen Wirtschaftern am günstigsten gewertet zu werden, ist in jedem Falle verschieden; entscheidend ist die Geschicklichkeit desjenigen, der das Mittel gebraucht.

Als Ursache der zyklischen Bewegungen wird z. B. genannt: Die Erscheinung des unstabilen Preisniveaus, zurückgehend auf die zu geringe Anpassung der Geldumlaufsmittelmenge an die tatsächlichen Bedürfnisse und damit ein nicht exaktes Funktionieren des Zinses im Rahmen des Preissystems, sodaß Fehlinvestitionen infolge zu geringer Elastizität des Zinses auftreten. Man kann in diesem Falle den Einfluß der O.M.P. nur den einzelnen Symptomen gegenüber untersuchen. Jedenfalls wird die Regelung der Zahlungsmittelmenge mit Hilfe der O.M.P. erleichtert. Doch damit ist, wie bereits festgestellt wurde, kein entscheidender Schritt getan, um die Umlaufsmittelmenge den tatsächlichen Bedürfnissen anzupassen. Die besonderen Mängel der neuen Methode sind ja, daß sie keinen direkten Zusammenhang mit den gegenwärtigen Wirtschaftsumsätzen aufweist, und daß ihr zugleich eine eindeutige Orientierung über die Entwicklung des zukünftigen Bedarfes abgeht. Letzteres wäre notwendig gewesen, wenn sie die bisherigen Methoden der Bedarfsregulierung im Sinne einer konjunkturpolitischen Initiative verbessern sollte.

Eine Annäherung an diese Voraussetzung ist z. T. dadurch zu erreichen, daß man das Prinzip der bewußten Mengenregulierung durch die Znb. ergänzt, indem man den Markt über den Gesamtumfang der beanspruchten Mittel daneben selbst entscheiden läßt. Erweist sich der Betrag, der von der Znb. zur Verfügung gestellt wird, als zu groß, dann verringert sich evtl. der Rückgriff des Marktes. Es darf allerdings nicht vergessen werden, daß die Wirkungen jener Mittel, die durch einen Rückgriff auf die Znb. bereitgestellt werden, und die jener, die durch die Wertpapierankäufe der Znb. die gesamten Mittel erweitern, nicht dieselben sind, da sie an verschiedenen Teilen des Marktes ausgelöst werden. Auch besitzt keine der anderen Methoden so wenig Sicherungen gegenüber einem Mißbrauche der von ihr ausgeübten Befugnisse, als gerade die O.M.P. Eine Geldwertpolitik erfordert viel stärkere Kontrollmaßnahmen, als sie mit den bisherigen Methoden ausgeübt werden konnten.

Wird mit Hilfe der O.M.P. auch wirklich im Einzelfalle das erwartete Ergebnis erreicht, so ist deshalb noch lange nicht mit dauernd besseren Ergebnissen zu rechnen. Diese sind nur gesichert, wenn die Wahrscheinlichkeit sich bessert, daß bei Einsatz eines

Mittels ein bestimmtes Ergebnis erreicht wird, aufgrund besserer Kontrollmöglichkeiten der beabsichtigen Wirkungen. Die Wirkungen bei der O.M.P. sind in keinem Falle eindeutig. Das Ergebnis ist immer abhängig von einer Reihe von Entscheidungen bei den Banken, den einzelnen Kreditnehmern, von Zahlungssitten usw., die einer direkten Einflußnahme der Znb. nicht unterstehen. Die Znb. hat z. B. keinen Einfluß darauf, ob die Banken die ihnen zufließenden Mittel am Markte einsetzen, ob sie damit ihre Verschuldung bei der Znb. verringern, oder ihre Liquidität steigern wollen. Es besteht kein Einfluß auf den einzelnen Kreditnehmer, ob dieser seine durch Wertpapierverkäufe realisierten Mittel auch benützt, um die Nachfrage am Markte zu verringern, oder das Angebot zu steigern. Er kann diese Mittel horten, er kann sie in Form von Anlagen immobilisieren usw. Eine Geldpolitik, die nur die absolute Menge der Geldumlaufsmittel reguliert und schon hier methodische Schwächen aufweist, die zudem nur in beschränktem Umfange in der Lage ist, die Gesamtmenge des am Markte wirksamen Gesamtumlaufs zu regulieren, kann nicht als Geldwertpolitik angesehen werden, die geeignet ist, die konjunkturellen Bewegungen auszuschalten. Wenn die Geldwertpolitik zugleich die Preisstabilität sichern soll, dann kann dies nur geschehen, wenn sich alle Veränderungen der gesamten Geldmenge unmittelbar am Markte vollziehen, und sich auch sofort im System der Preiszusammenhänge sofort auswirken können. Auch dieser Voraussetzung gegenüber besteht m. E. ein Mangel der O.M.P. Auch hier ist die O.M.P. auf ihre indirekte Wirkungskraft angewiesen, denn sowohl gegenüber den Banken, als auch gegenüber den anderen Wertpapierverkäufen, besteht keine Sicherung über die Zwecke der Verkäufe. Gerade, weil bei ihr die Mittel gebunden sind, unabhängig von der Zeitdauer des Bedarfs, der Umsatzgeschwindigkeit usw., schaltet sie oft notwendige Angebots- und Nachfrageschwankungen aus und trägt ein zusätzliches Moment der Unsicherheit in das Preisgefüge hinein.

Jede Geldwertpolitik, die das Preisniveau stabil erhalten will, geht überdies von der stillschweigenden Voraussetzung eines sofortigen Anpassungsvorganges im Preissystem aus. Auch das ist mit Hilfe der O.M.P. nur beschränkt möglich.

Es erübrigt damit eigentlich, noch einzugehen auf den Einfluß, den die O.M.P. entsprechend den soeben gemachten Voraussetzungen auf den Zinsfuß ausübt. Wiederum wird dabei ja vorausgesetzt, daß Zinsbewegungen und Zahlungsmittelumlauf sich entsprechend verhalten. Es braucht nicht näher dargelegt zu werden, warum auch das nur formell stimmt. Darüber hinaus ergibt sich eine Grenze infolge der mangelnden direkten Verbindung der O.M.P.-Trans-

aktionen mit den Vorgängen am Markte. Nur jene Wertpapierumsätze beeinflussen den Zahlungsmittelbedarf, die die Nachfrage nach Mitteln verändern, nicht aber jene, die zur Hortung führen.

Die soeben geschilderten Zusammenhänge bezogen sich auf monetäre Ursachen der Konjunkturbewegungen. Wichtiger noch, als diese erscheinen die Beziehungen zwischen kreditären Ursachen und O.M.P. mit Rücksicht auf die konjunkturelle Entwicklung. Will man das Wesen der Konjunkturschwankungen von der Geld- und Kreditseite her erklären, dann rückt die Betrachtung über die Natur des Zinses in den Mittelpunkt. Es läßt sich dann aus der Lehre von den Zusammenhängen im Preissystem ein logisch-exakter Nachweis führen, welche Ursachen die Bewegungen im Wirtschaftsablaufe ausgelöst haben. Man setzt dabei allerdings auch immer voraus, daß der Zins im Rahmen der privatwirtschaftlichen Entschlüsse keine andere Rolle spielt, wie als volkswirtschaftliche Funktion im Rahmen der Theorie. Zinsänderungen müssen daher gleiche Wirkungen erzeugen, gleichviel, an welcher Stelle des Marktes sie sich zeigen, und aus welchen besonderen Gründen sie sich erklären lassen.

Diese Voraussetzung ist mit den verschiedenen Methoden der Zinsbeeinflussung verschieden gut zu verwirklichen. Jede Methode ist darauf angewiesen, bestimmte Teile des Marktes besonders stark zu beeinflussen, aus Beschränkungen heraus, die in der Natur der verwendeten Mittel liegen. Soll nun eine Methode der Kreditbeeinflussung dazu verwendet werden, konjunkturpolitische Wirkungen zu erzielen, dann müssen sich auch die Einflüsse der Methode in erster Linie auf jene Teile des Marktes erstrecken, die besonders konjunkturempfindlich sind. Sie muß also bei Krediterweiterung die zusätzlichen Mittel besonders dorthin lenken, wo sie in der Lage sind, auf die Dauer zusätzliche Produktion, Beschäftigung und Absatz hervorzurufen. Umgekehrt müßte eine Krediteinschränkung eben nur jene Gebiete betreffen, die eine über die gesunden Grenzen hinausstrebende Entwicklung eingeschlagen haben.

Es ist daher zunächst klarzustellen, ob es mit Hilfe der O.M.P. gelingen kann, den Faktor Zins auch überall da zur Auslösung zu bringen, wo dies der Fall sein muß, im Interesse des Einklanges der gemachten Voraussetzungen. Notwendig ist also nicht nur eine Kontrolle der zur Verfügung gestellten Kreditmenge, sondern auch eine qualitative Kreditkontrolle. Nur dadurch gelingt es, konjunkturpolitische Aufgaben zu erfüllen.

Besonders umstritten ist die Frage der qualitativen Kreditkontrolle mit Hilfe der O.M.P. Es wurde gezeigt, wie es mit Hilfe der O.M.P. möglich ist, durch eine bewegliche Politik der Znb.

Störungen zu isolieren, die sich aus dem Gegensatze von Währungspolitik und nationaler Kreditpolitik ergeben, während eine Änderung des Diskontsatzes sich gewöhnlich gegenüber dem gesamten Markte auswirkt. Vielfach wird das schon als qualitative Kreditkontrolle angesprochen.

Für den inländischen Markt bestehen jedenfalls folgende Grenzen der O.M.P. für eine qualitative Kreditkontrolle:

Wenn die Znb. durch umfangreiche Wertpapierankäufe eine flüssige Geldlage herbeiführt, dann wird es wieder möglich, zur kurzfristigen Finanzierung von Warenan- und -verkäufen Akzepte der Banken zu erhalten und Wechsel zu Sätzen zu diskontieren, die eine Verdienstspanne des Handels ermöglichen. Bisherige Grenzbetriebe werden bei steigendem Absatze infolge der eingetretenen Kostendegression wieder konkurrenzfähig. Einhergehen damit muß allerdings eine steigende Nachfrage. Diese wird nicht allein ausgelöst durch einen sinkenden Geldmarktzins. Wie sich die Nachfrage entwickelt, hängt auch davon ab, ob andere Gründe eine steigende Nachfrage rechtfertigen. Aus konjunkturpolitischen Überlegungen heraus hat sich der Staat als der größte Wirtschafter innerhalb einer Volksgemeinschaft fast regelmäßig bereit gefunden, in diesem Zeitpunkte seine laufende Nachfrage durch außerordentliche Aufwendungen zu ergänzen. Die Initiative der Znb., die sowohl in einer zusätzlichen Kreditschöpfung, als auch in einer zeitweisen Verlagerung ihrer liquiden Bestände bestehen kann, wird also unterstützt. Diese Unterstützung geht von einer Seite des Marktes aus, der sich beträchtlich mehr und anpassungsfähigere Finanzierungsmöglichkeiten erschließen, wie einem privaten Wirtschafter. Die Znb. hat jedoch keinen Einfluß auf die Verwendung der Mittel, die sich der Staat vom Markte und auch von ihr beschafft. Ob die Initiative der öffentlichen Hand abgelöst und fortgesetzt wird vom übrigen Teile der Wirtschaft, wird bestimmt von den Wirkungen, die die Initiative der öffentlichen Hand und der Znb. auf die Dauer zu erzielen vermögen. Weiter ist es wichtig, ob es nunmehr auch ohne Schwierigkeiten möglich ist, sich neben dem Staate noch Mittel für langfristige Investierungen zu beschaffen. Kurz, die Frage der qualitativen Kreditkontrolle setzt voraus, daß die O.M.P. den Kreditbedarf des Staates dann einschränken kann, wenn die Znb. aus konjunkturpolitischen Überlegungen heraus Wertpapierankäufe vornimmt. Weiter ist zu fragen, ob es mit Hilfe der O.M.P. möglich ist, innerhalb der privaten Nachfrager nach Mitteln eine auf konjunkturpolitischen Überlegungen begründete Auswahl vorzunehmen. Der Einfluß der O.M.P., der hier besteht, beruht wiederum nicht auf den methodischen Voraussetzungen, die eine Marktpolitik

möglich macht. Es sind im wesentlichen nur unkontrollierbare Eingriffe, die durch die persönliche Geschicklichkeit in der Auswahl der besonderen Umstände bedingt sind. Auch, wo eine Fühlungnahme mit dem letzten Kreditnehmer möglich ist, besteht keine Kontrolle über die Verwendung der bereitgestellten Mittel, weil eine auf Zeit befristete Kredithingabe nicht vorhanden ist.

Besonders wichtig wird die Frage der qualitativen Kreditkontrolle, wenn die zur Verfügung gestellten Mittel zurückgezogen werden sollen. Soll die M.P. dauernd wirken, dann müssen die gegegebenen Kredite sich ständig erneuern können, weil sonst der Einfluß auf die Zinsgestaltung verloren geht, und eine über das Normalmaß hinausgegangene Kreditgewährung zu Störungen führt. Nur durch die Verhinderung des Revolvings können Störungsfaktoren isoliert werden.

Konjunkturlenkung setzt eine ständige Einflußnahme voraus und erfordert die Einschaltung der Initiative der Znb. in alle entscheidenden Marktvorgänge. Nun ist die Znb. am Markte auch nur eine Quelle des Kreditangebotes, aber sie ist nicht die einzige. Ob die Veränderungen, die aus diesem besonderen Teile des Kreditangebotes hervorgehen, den ganzen Markt erfassen, liegt z. T. in den besonderen Befugnissen der Znb., z. T. in der historischen Entwicklung der Marktverfassung und z. T. in dem vorhandenen Bestand an Mitteln einer Volkswirtschaft. Je gesicherter und günstiger deren Lage ist, desto geringer erscheint oft der Einfluß der Znb. Ein Herrschaftsverhältnis der Znb. gegenüber der Lage an den Kreditmärkten ist daher nicht immer ein Zeichen einer besonders guten Verfassung derselben. Einem schlecht fundierten Markt gegenüber, vermag sich die Znb. auch leichter durchzusetzen.

Gegenüber zu starken Investitionen wirkt dagegen ein Verkauf von Kapitalmarktswerten nicht so unmittelbar, weil

1. eine qualitative Kreditkontrolle sich zunächst nur gegenüber den Investitionen auswirken würde, die auf O.M.-Werten ruhen. Dieser Investitionsbedarf erfordert jedoch keine direkte Kontrolle durch die O.M.P. und

2. ist die Frage, ob investiert wird nicht schon allein davon abhängig, ob sich durch den Verkauf von O.M.-Werten die Anlagemöglichkeiten am Markte bessern.

Zu II b): Was ist nun aktiv an der ganzen Methode?

Eine zusätzliche Initiative mit besonderen markttechnischen Erleichterungen, die in Wirklichkeit nichts anderes sind, als das Zugeständnis, daß die Methoden der Bedarfsfinanzierung sich gewan-

delt haben. Indem der Staat immer mehr selbst Wirtschafter wird, ein Wirtschafter, der sich vornehmlich dem Investitionsbedarf zuwendet, hat er auch Anspruch, am Kreditmarkte als Wirtschafter gewertet zu werden. Diesen Anspruch am Markte geltend zu machen, ist Aufgabe der politischen Führung; ihn am Markte zu verwirklichen, gelingt nur mit den Methoden der Marktwirtschaft. Primär aktiv ist nicht die Methode der O.M.P., das ist sie nur sekundär, aktiv ist das Investitionsstreben des Staates. Von diesem gehen die Impulse aus, von diesem leiten sich die Sekundärwirkungen am Kreditmarkte ab, von diesem sind zunächst die Fragen der aktiven Konjunkturpolitik zu erklären. Solange die O.M.P. betrieben wird, bei gleichbleibendem Stande der Staatsschuldverschreibungen, solange ist auch die zusätzliche Initiative gering, ist nicht entscheidend für den Ablauf der wirtschaftspolitischen Geschehnisse. Erst, wenn die O.M.P. zusätzliche Mittel einsetzt, und in das Verhältnis Sparen zu Investieren, eingreift, mobilisiert sie den Ablauf der wirtschaftlichen Geschehnisse, wird sie aktiv im Sinne einer aktiven Konjunkturpolitik. Weil diese Zielsetzung in den einzelnen Ländern mit verschiedenen Mitteln erreicht werden soll, wirkt auch die O.M.P. verschieden: Sie wirkt z. B. da, wo sie allein getragen wird, von einer dauernd sich vergrößernden Staatsverschuldung nur mittelbar über die Staatsinvestitionen. Sie wirkt jedoch anders da, wo die Staatsverschuldung konstant bleibt. Nur hier bleibt die Kontrolle über den Investitionsbedarf im Markte, denn dieser entscheidet allein über Umfang und Grenzen der Investitionen. Nur hier wirkt die O.M.P. am Markte selbst unmittelbar, weil nur jener Bedarf am Kreditmarkt befriedigt wird, den der Markt freiwillig als berechtigt anerkennt. Hier greift die Znb. nicht unmittelbar in das Verhältnis, Sparen zu Investieren, ein, dieses regelt sich nach den Grundsätzen der privatwirtschaftlichen Rentabilität, in welchem die Ordnungsfuktion des Preises eindeutig zur Geltung kommt, während im anderen Falle diese rechenmäßige Kontrolle nicht in demselben Umfange gegeben erscheint.

O.M.P. und aktive Konjunkturpolitik: Hier Zusammenhänge aufzudecken, wäre notwendig gewesen bei fast allen Fragen, die im Verlaufe der Arbeit angeschnitten wurden: Sparen, auch Zwangssparen, Kreditschöpfung und die Frage der Investitionen. Gleichgültig, wo im einzelnen der entscheidende Motor für den Ausgleich der Wechsellagen zu suchen ist. Überall kann die O.M.P. helfend eingreifen. Soll sie mehr tun als das, dann ist das ein Mißbrauch der Methode, denn zu herrschen über die Mittel am Kreditmarkte vermag sie als Methode ebensowenig, wie die sonstigen Zusammenhänge der Marktwirtschaft dem Willen der Znb.-Leitung unterstellt sind. Aufgabe und Ziel der Geld- und Kreditwirtschaft ist es,

durch die marktwirtschaftliche Organisation alle Kräfte, die durch diesen Zusammenschluß mobilisiert werden können, einzusetzen, um der Gesamtheit zu dienen. Zur Herrschaft berufen ist allein der Mensch durch seine Arbeit. Diese Herrschaft garantieren ihm wenigstens für die Dauer einzig und allein seine Fähigkeiten, nicht aber Methoden und Organisationsformen einer gegebenen Marktverfassung. Auch die O.M.P. ist in diesem Sinne nur Dienerin in einer Volkswirtschaft und nicht ihr Herr.

Literatur.

Altschul, E. Art. Konjunkturpolitik. Im Hwb. d. Bkw. 1933.

Amonn, A. Zur gegenwärtigen Krisenlage und inflationistische Krisenbekämpfungspolitik. Zeitschrift f. Nat. 5, 1, 1 (10. 1. 34).

Arzet, R. Das ausländische Bankwesen im Jahre 1936. Bank-Archiv, 36, 7, 160 (1. 1. 37).

Balogh, Th. Art. England, Geld- und Kapitalmarkt. Hwb. d. Bkw. S. 182.

Notenbankpolitik und Kreditmarkt in den Vereinigten Staaten. Weltwirtsch. Arch. 29, 2, 355 (April 29).

Bankwesen: Untersuchung des Bankwesens 1933, 1. Teil.

Materialien zur Vorbereitung der Bankenenquete 1933: Zentralverb. des deutschen Bank- und Bankiergewerbes.

v. Beckerath, H.: Geldpolitik als Konjunkturpolitik. Bank-Archiv, 32, 23, 469 (4. 9. 33).

Kapitalmarkt und Geldmarkt. Jena 1916.

Block, H.: Bank of England. Handwb. d. Bkw. Berlin 1933. S. 58.

Block, H.: Geldtheorien. Hwb. d. Bkw.

Braden, A. R.: Die Offene Markt-Politik Diss. Freiburg i. B. 1935.

Burgeß, W. R. Die Reserve-Banken und der Geldmarkt in den Vereinigten Staaten. Berlin 1928.

Cassel, G. Die Krise im Weltgeldsystem. Berlin 1933.

Commons, J. Price Stabilisation. (E. o. S. S. Vol. 12.) S. 362.

Crick, W. F. and Wadworth J. E. A Hundred Years of Joint Stock Banking. London 1936.

Dierschke/Müller. Die Notenbanken der Welt. Berlin 1926.

Dobretsberger, J., Neue Wege des Geldwesens und des Zahlungsverkehrs. Berlin/Wien. 1934.

Donner, O. Geld und Konjunktur. Berlin. 1934.

Reichsbank und Banken. Der deutsche Volkswirt. 8, 12/13, 513 (22. 12. 33).

Döring. Kreditwirtschaft und Bankenreform. München. 1934.

Döring. Reichsbank. Hwb. d. Bkw. Berlin 1933.

Einsiedel, E. Wechseldeckung oder Effektendeckung? Bank-Archiv, 33, 13, 269 (1. 4. 34).

Eynern, G. v. Die Reichsbank. Jena 1928.

Federal Reserve Board. Annual Reports.

Gesell, Silvio. Ernst Frankfurth. Aktive Währungspolitik, Leipzig 1909.

Gestrich, H. Art. Zinstheorien. Hwb. d. Bkw. S. 610.

Gettysburg, K. M. Die Rolle des Staatskredits in der amerikanischen Konjunkturpolitik. Bank-Archiv, 36, 5, 116 (1. 12. 36).

Graham, Frank D. Monetary Stabilisation. E. o. S. S. Vol. 10, S. 591.

Gregory, T. E. What can Central Banks really do? The American Economic Review, 1925.

Hahn, L. A. — Aufgaben und Grenzen der Währungspolitik. Jena 1928.
Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits. Tübingen 1930³.
Zur Theorie des Geldmarktes. Arch f. Sozw. Bd. 51. S. 289.

Halasi, A. — Die Goldwährung. Berlin 1933.

Halm, G. — Geld-Kredit-Banken. Mü./Lpz. 1935.
Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt. Jb. f. Nat. und St. Band 125. 1926. II. S. 1 und S. 97.

Hawtrey, R. G. — Credit. E. o. S. S. Vol. 4, S. 545.
Modern Banking: United Kingdom, E. o. S. S. Vol. 2, S. 431.
Monetary analysis and the investment market. Economic Journal, 1934.
Währung und Kredit. Jena 1926.

Hayek, F. A. — Preise und Produktion. Wien 1931.

Herrmann, K. A. — Offene Marktpolitik. Der deutsche Ökonomist. 9. 1933.

Hohlfeld, H. H. — Der englische Währungsausgleichsfonds. Bank-Archiv 1936, S. 5.

Käppeli, R. B. — Der Notenbankausweis in Theorie und Praxis. Jena, 1930.

Kemmerer, E. W. — The A B C of the Federal reserve system. Princeton 1932.

Kerschagl, R. — Zur Frage der Finanzierung staatlicher Investitionstätigkeit. Weltwirtsch. Archiv, 43, 2, 319 (März 36).

Keynes, J. M. — Credit Control. E. o. S. S. Vol. 4, S. 450.

Keynes, J. M. — Vom Gelde. München und Leipzig 1932.

Koch-Schacht. — Münz- und Bankgesetzgebung. Berlin/Leipzig 1926 (Mit Nachtrag 1936).

Kock, K. — A. Study of Interest Rates. London 1929.

Lansburgh, A. — Diskont-Politik oder Markt-Politik. Die Bank. 26, 41, 1461 (11. 10. 33).

Lawrence, J. S. — Stabilization of Prices. New York 1928.

Löwe, A. — Wie ist Konjunkturtheorie überhaupt möglich? Weltwirtsch. Archiv, Bd. 24, 1926.

Lotz, W. — Diskonto und Diskontopolitik. Hwb. d. Staatsw. Jena 1926⁴ 3. Bd. S. 247.

Machlup, F. — Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung. Wien, 1931.
Die Goldkernwährung, 1925.

Mac Kenna, R. — Post war Banking Policy. 1928.

Mac Millan Report, — Report of the Committee on Finance and Industry. London 1931.

Martinus. — Wechsel- oder Effektendeckung? Der deutsche Ökonomist, April 1934.

Mises, L. — Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel. Mü./Lpzg. 1924².
Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik, Jena 1928.

Muhs, K. — Kapitalzins und Konjunkturaufschwung. Z. f. d. ges. Staatsw. 96, 4, 650 (Aug. 36).

Mitchell, F. W.	Bank Reserves. E. o. S. S. Vol. 2, S. 419.
Nadler, M.	Financial Organisation. E. o. S. S. Vol. 6. S. 241. Monetary Market. E. o. S. S. Vol. 10. S. 613.
Neisser, H.	Die Reichsbank als konjunkturpolitischer Faktor. Magazin der Wirtschaft, 7, 13, 587 (27. 3. 31). Der Tauschwert des Geldes. Jena 1928. Der Kreislauf des Geldes, Weltw. Archiv. Bd. 33 (1931) S. 365.
Oberascher, L.	Die Offenmarktpolitik der Reichsbank. Wirtschaftsdienst, 18, 39, 1330 (29. 9. 33).
Palyi, M.	Notenbankdikdatur. Magazin der Wirtschaft, 1928, S. 278. Art. Notenbankpolitik. Hwb. d. Bkw. Berlin 1933. Art. Währungswesen. Hwb. d. Bkw. Berlin 1933.
Philippowich, E. v.	Die Bank von England im Dienste der Finanzverwaltung des Staates. Leipzig und Wien 1911.
Plenge, J.	Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt. Berlin, 1913.
Prion, W.	Geldmarktlage und Reichsbankpolitik. Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung 1926.
Reichsbank, Die.	Jubiläumsschrift, 1901—25.
Richter-Altschäffer, H.	Open Market Policy. Währung und Wirtschaft, Sept. 1933.
Robertson, D. H.	Das Geld. Berlin 1924[1].
Röpke, W.	Die Konjunktur. Jena 1922.
Schanz, G. v.	Deutsche Golddiskontbank. Wörterbuch der Volkswirtschaft. 4. Auflage. 2. Bd. S. 217.
Schmitt, A.	Kreditpolitik und Konjunkturpolitik in Theorie und Praxis. Jena 1932.
Schmölders, G.	Open Market Policy. Der deutsche Ökonomist. 9. 1933. Interventionen am Geldmarkt als Mittel staatlicher Konjunkturpolitik. Weltw. Archiv. 39. Bd. (1934) S. 547.
Somary, F.	Bankpolitik. Tübingen 1930[2] und 1934[3].
Stucken, R.	Liquiditätspolitik als Mittel der Kreditpolitik. Bank-Archiv. 1935. Konjunkturbeeinflussung durch die Notenbank. Jb. f. Nat. u. Stat. Bd. 140 1934. S. 35.
Tismer, A.	Die Stabilisierung des Geldwertes als Ziel der Währungspolitik.
Wagemann, E.	Geld und Kreditreform. Berlin 1932.
Weber, Ad.	Depositenbanken und Spekulationsbanken. München-Leipzig 1922[3].
Willis, H.	Central Banking. E. o. S. S. Vol. 3, S. 302.

H. d. Bw. = Handwörterbuch des Bankwesens. Herausgegeben von Quittner u. Palyi Berlin 1933.

E. o. S. S. = Encyclopaedia of Social Sciences. Editor in chief: E. R. A. Seligman London 1930.

Zeitungen und Zeitschriften:

Bank-Archiv.
Die Bank.
Der Deutsche Volkswirt.
The Economist.
Frankfurter Zeitung.
National City Bank Monthly Review of Economic Conditions.
Midland Bank. Monthly Review.
Wirtschaftsdienst.
Wirtschaftskurve.
Währung und Wirtschaft.